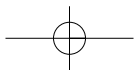
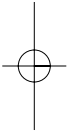
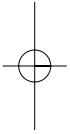


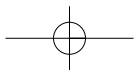
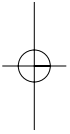
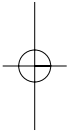


Paul H. Dembinski

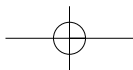
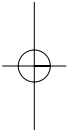
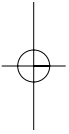
Finance servante ou finance trompeuse?

Parole et Silence





FINANCE SERVANTE OU FINANCE TROMPEUSE?



Paul H. Dembinski

**FINANCE SERVANTE
OU FINANCE TROMPEUSE ?**
Rapport de l'Observatoire de la Finance

Parole et Silence
Desclée de Brouwer

Collection « Économie, Finance et Bien commun »

La collection « Économie, Finance et Bien commun » veut interpeller les pratiques et les théories relatives à l'économie et à la finance dans la perspective de leurs finalités sociales et politiques, sans oublier leurs finalités éthiques. « Économie, Finance et Bien commun » est faite pour accueillir en son sein des ouvrages – individuels ou collectifs – de haute rigueur intellectuelle, osant dépasser la technicité du « comment » pour réintroduire la question du « pourquoi » dans les domaines où elle est quelque peu oubliée, notamment celui de l'économie et de la finance. Cette collection s'adresse à ceux qui – acteurs et observateurs – ne désespèrent pas de contribuer au bien commun, celui de tous et de chacun, et dont les exigences concrètes sont à établir et à adapter en fonction des circonstances de chaque époque historique. L'Observatoire de la finance (Genève) assume la responsabilité de cette collection.

© Éditions Parole et Silence, 2008

© Desclée de Brouwer, 2008

ISBN 978-2-84573-640-5

AVANT-PROPOS

Une quinzaine d'années se sont écoulées depuis le jour où Paul H. Dembinski, l'auteur du présent ouvrage, avec son collègue et associé Alain Schoenenberger, répondait par un bref essai à la question-défi lancée par le Professeur Maurice Cosandey, président du Conseil des Écoles polytechniques fédérales et membre du conseil de la Fondation Charles Léopold Mayer pour le progrès de l'homme (FPH) : « Marchés financiers : une vocation trahie? ».

L'évidente nécessité de développer en profondeur les pistes de réflexion apparues alors comme essentielles fut ainsi à l'origine de l'Observatoire de la Finance, auquel plusieurs personnalités du monde académique comme du monde économique et financier ont donné successivement leur appui et leur stimulation.

Une série d'initiatives, telles que rencontres, groupes de réflexion, recherches, publications, échanges personnels, ont eu lieu pendant ces quinze années et le rapport qui voit maintenant le jour en est le fruit, mûri dans une constante confrontation d'idées, d'expériences et de questionnements.

L'évolution technologique des activités financières, leur croissante complexité avec son corollaire de difficultés de compréhension de la part du public, dernier utilisateur et supposé bénéficiaire, ont indiscutablement nourri un sentiment d'incertitude, de méfiance et d'angoisse, auquel les événements récents paraissent faire écho.

Une réponse purement moralisante ne semble pas être suffisante : le problème fondamental est celui de la compréhension des événements, de perception des enjeux. La question se pose surtout de l'impact que cette sorte de vague de fond, que personne ne semble vraiment contrôler, peut avoir sur l'ensemble de la vie en société. La distinction entre relation et transaction, que cet ouvrage met en lumière, appréhende la trame de fond des activités financières. Ce rapport montre comment une analyse essentiellement technique au départ peut en réalité toucher au

8 *FINANCE SERVANTE OU FINANCE TROMPEUSE ?*

fondement de la coexistence et de la coopération entre humains, et aborder ainsi le problème de la confiance.

J'ai donc le plaisir, en présentant cette publication, de rendre hommage, au nom du Conseil et de l'Observatoire de la Finance, à l'auteur et à ses collaborateurs qui ont rassemblé le fruit de ces années de travail, et en ont tiré une synthèse, qui ne se veut pas parole finale, mais invitation à poursuivre et à élargir la réflexion engagée jusqu'à ce jour.

Ernesto Rossi di Montelera
Président du Conseil de l'Observatoire de la Finance

INTRODUCTION

Mise en perspective

Au début des années 1990, en réponse à une sollicitation de la Fondation Charles Léopold Mayer pour le progrès de l'homme (Lausanne et Paris), nous avons préparé un rapport consacré au rôle des marchés financiers au sein des économies et des sociétés contemporaines¹. Ce travail mettait en évidence le fait que, dorénavant, la finance prise au sens large débordait largement de sa seule fonction macro-économique classique consistant en la transformation de l'épargne en investissement. Selon cette analyse, la finance était devenue un ensemble cohérent de techniques, d'institutions et de comportements qui étaient sur le point de pénétrer en profondeur les économies et les sociétés contemporaines au point de les modéliser dans ce qu'elles ont d'essentiel. Les constats de ce premier travail ont ainsi posé les bases de la mission de l'Observatoire de la finance, fondé en 1996 à Genève, et de la revue *Finance & the Common Good/Bien Commun* lancée en 1998.

Poursuivant sur la lancée du rapport initial, les travaux réalisés durant les dix dernières années dans la mouvance de l'Observatoire de la finance ont progressivement montré que la pénétration de plus en plus profonde de la logique financière dans la société résultait du jeu convergent d'un faisceau de facteurs : le développement de la technologie et, plus généralement, celui des capacités de création de richesse, la hantise du risque et de l'imprévu croissant avec l'augmentation du niveau de vie, la prétention scientifiquement fondée de la finance à garantir à l'Occident un avenir paisible, les défis et les aspirations des pays du Sud en matière de développement économique

1. Dembinski, Paul H. et Schoenenberger, Alain, *Marchés financiers : une vocation trahie?*, Paris, Fondation Charles Léopold Mayer pour le progrès de l'homme, 1993 (traductions anglaise et espagnole).

et social, etc. Ainsi, au fur et à mesure de ces recherches, les dimensions psychologiques, philosophiques et morales de la finance sont apparues comme étant aussi importantes à sa compréhension que ses aspects économiques, techniques et institutionnels. Ce sont les pistes que les travaux de l'Observatoire de la finance ont explorées pendant les dix années passées. Ces efforts aboutissent aujourd'hui à un cadre conceptuel cohérent du point de vue épistémologique, qui a été mis à contribution pour permettre d'articuler un diagnostic de portée systémique. En vertu de ce diagnostic, qui est l'objet du présent rapport, derrière l'apparente montée en puissance de la finance se cache en fait une transformation systémique. Cette transformation est qualifiée ici de « financiarisation ».

Un contexte propice

La crise financière qui a commencé en 2007 avec les doutes sur la bonité des crédits hypothécaires américains dits « *subprimes* », illustre de manière inattendue la pertinence des travaux de l'Observatoire de la finance. Les pages qui suivent permettent certes de comprendre mieux pourquoi une étincelle somme toute mineure continue, au début 2008, non seulement de faire trembler l'édifice de la finance, mais aussi l'économie mondiale. Cela étant, la crise de 2007-2008 ne constitue pas le sujet central de ce rapport. Elle vient uniquement illustrer un diagnostic plus général, aux implications autrement plus profondes. Ce diagnostic fait état d'une inversion de finalités qui se serait produite durant le dernier quart de siècle en Occident. Ainsi, serait intervenu dans nos sociétés un glissement vers l'instrumentalisation de plus en plus générale de la relation, en tant que mode d'interaction humaine sociale et économique, par la transaction ; la transaction signifiant une sortie unilatérale et abrupte de la relation. La relation, quand elle est nouée, l'est de plus en plus souvent dans l'optique d'exploiter temporairement une opportunité et d'en cueillir le fruit au moyen d'une transaction de sortie, synonyme ici de renversement subit d'alliances et de loyautés, parfois au détriment même du partenaire. La généralisation de ce type de comportements induit à moyen terme une baisse du niveau de confiance présent dans les relations. En effet, ne voulant pas être laissé pour compte, chacun des protagonistes échafaude d'emblée des stratégies de couverture de risque, ce qui crispe la relation et détruit une part de son potentiel de créativité, aussi économique. La vie dans la crainte permanente d'un coup dans le dos, détourne les

acteurs de la relation qu'ils vident ainsi de son sens et de son contenu. La finance ne saurait être tenue pour la seule coupable de cette évolution dans le mode d'interaction sociale et économique. Cependant, comme le montrent les pages qui suivent, elle a été le fer de lance de cette transformation, un vecteur de propagation de toute première efficacité.

Cette tentative ambitieuse de saisir la financiarisation dans toutes ses dimensions n'aurait pas pu voir le jour sans les intenses échanges intellectuels qui, depuis plus d'une décennie, animent l'Observatoire de la finance. Le présent rapport a connu plusieurs versions qui ont été discutées et présentées aussi bien au sein de l'Observatoire que lors de colloques ou de conférences. Au fil du temps, le texte s'est bonifié, notamment grâce aux critiques, remarques et suggestions de Pierre Calame, Henri-Claude de Bettignies, Patrick de Laubier, Philippe de Weck, Ernesto Rossi di Montelera, Mohammad Farrokh, feu Emilio Fontela, Jean-Claude Lavigne o.p., Bertrand Legendre, François-Marie Monnet, Étienne Perrot s.j., Mohsen Sohrabi et bien d'autres. Ce texte n'aurait pas pu voir le jour sans la complicité quasi quotidienne d'Alain Schoenenberger qui a déchargé l'auteur de nombreuses tâches qui lui incombaient au sein d'Eco'Diagnostic pendant toute la durée de la finalisation de ce texte, et de Jean-Michel Bonvin qui a, le premier, lancé l'idée de cet exercice de synthèse. Que toutes ces personnes, ainsi que les collaborateurs dévoués de l'Observatoire de la finance, Sibilla Guidotti et Claudio Bologna, de même que tous ceux qui, à un stade ou un autre, ont alimenté la discussion, trouvent ici l'expression de ma profonde gratitude. En dépit de tous ces efforts, le texte comporte sans doute des imprécisions voire des erreurs dont je prie le lecteur de m'excuser et dont j'assume seul la responsabilité.

Un peu d'épistémologie

Les ouvrages et les analyses mettant en exergue l'importance croissante de la finance au sein du monde contemporain se sont multipliés ces dernières années. D'ambitions et de formes littéraires variées, ces analyses émanent aussi bien d'acteurs que d'observateurs, d'économistes que de sociologues et de psychologues sociaux². Ces

2. À titre d'exemple, mentionnons une série d'ouvrages récents de tonalités variées : Aglietta, Michel et Reberieux, Antoine, *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel, 2004 ; Arnsperger, Christian, *Critique de l'existence capitaliste*, Paris, Le Cerf, 2006 ; Bébéar, Claude, *Ils vont tuer le capitalisme*, Paris, Plon, 2003 ;

diverses contributions se rejoignent sur au moins deux points. *Primo*, elles traduisent toutes une inquiétude commune – mais diversement articulée et fondée – quant à l'évolution du système socio-économique contemporain, voire quant à l'avenir de notre civilisation. Certains auteurs n'hésitent pas à qualifier la situation actuelle de dégénérescence du capitalisme alors que d'autres y voient, avec un certain fatalisme, l'accomplissement des « lois de l'histoire » marxistes. *Secundo*, toutes les contributions reconnaissent plus ou moins explicitement l'impuissance des modèles, des théories et des concepts habituellement utilisés dans les diverses sciences sociales pour appréhender de manière convaincante les nouvelles réalités et pour penser les nouveaux défis. Elles mettent ainsi en évidence le hiatus entre la production scientifique et le diagnostic intuitif.

Aux deux axes de convergence mentionnés plus haut s'ajoute la frustration croissante des économistes professionnels. Ils sont de plus en plus nombreux à constater que les outils de mesure statistique et de modélisation formalisée, qui fondaient il y a peu encore le prestige de la discipline, ne permettent plus de capter ni – *a fortiori* – d'expliquer de manière satisfaisante le processus de financiarisation, alors que ce dernier s'impose en quelque sorte directement à l'évidence.

Du point de vue épistémologique, cette situation nourrit entre les économistes un tiraillement qui annonce, peut-être, la résurgence d'une *Methodenstreit* à venir, à l'instar de l'affrontement qui a opposé les tenants de l'école historique allemande au courant théorique et abstrait, durant la seconde moitié du XIX^e siècle. La ligne de fracture qui se dessine aujourd'hui passe entre la fidélité rassurante au paradigme théorique dominant mais autoréférentiel, et l'ouverture sur le réel. Cette dernière option suppose toutefois une réduction de l'autonomie épistémologique et méthodologique de l'économie en tant que science et son rapprochement de sciences sociales telles que la sociologie, l'anthropologie, la psychologie, voire la science politique.

Le paradigme économique dominant dénie toute pertinence à l'évidence, c'est-à-dire à la capacité de l'appréhension directe du réel

Martin, Randy, *Financialization of Daily Life*, Philadelphia, Temple University Press, 2002; Perret, Bernard, *Les nouvelles frontières de l'argent*, Paris, Seuil, 1999; Peyrèlevade, Jean, *Le capitalisme total*, Paris, Seuil, 2005; Plender, John, *Going off the Rails*, Londres, John Wiley & Sons, 2003; Stiglitz, Joseph, *Globalization and its Discontents*, Londres, Penguin Books, 2002 (traduction française: *La grande désillusion*, Paris, Le Livre de poche, 2003); Soros, George, *La crise du capitalisme mondial*, Paris, Plon, 1998; Windolf, Paul (Hrsg.), *Finanzmarkt-Kapitalismus*, Wiesbaden, VS Verlag für Sozialwissenschaften, 2005.

à expliquer ou à comprendre, et verrouille la pensée économique dans un univers de modèles abstraits de plus en plus élaborés, logiquement cohérents et, de ce fait, séduisants par leur élégance formelle et leur esthétique. Toutefois, ce paradigme est également oppressant du fait de la pression quasiment irrésistible qu'il exerce, par le biais de la puissance institutionnelle qu'il a acquise. En effet, la pensée économique dominante, constituée en profession, est capable aujourd'hui de verrouiller l'accès au sanctuaire par la sanction du « publish or perish », synonyme de droit de vie ou de mort en milieu académique. À l'abri d'un tel rempart sociologique, le paradigme dominant résiste tant bien que mal aux velléités des challengers, par définition marginalisés parce que subversifs du point de vue épistémologique³.

Face au monopole épistémique de l'idéalisme théorique décrit plus haut, l'alternative est fatalement moins étincelante et plus éclatée puisque – par choix – elle privilégie la pertinence au détriment de la fidélité aux idées reçues. Qu'il s'agisse d'auteurs comme Galbraith, Guitton, Hayek, Minsky, North, Perroux, Polanyi, Sauvy, Schumpeter, Shackle ou Veblen, leurs travaux ont combiné en proportions diverses la critique épistémologique du paradigme dominant avec l'élaboration de « théories locales » ou de grilles de lecture susceptibles d'expliquer certains phénomènes observés. En dépit d'apports parfois significatifs à notre compréhension du monde, aucun de ces monuments de la pensée économique du xx^e siècle n'est pleinement reconnu ou intégré par le courant dominant pour avoir péché par excès de réalisme, donc par défaut d'abstraction. Aussi, aux tenants de l'idéalisme théorique compact fait face un foisonnement de tentatives en quête de « pertinence locale »,

3. Le prix Nobel d'économie 2004 a été attribué, entre autres, à Edward Prescott pour ses travaux portant sur les cycles conjoncturels. Il n'empêche que cet auteur prouvait, théorie et économétrie à l'appui, en 2000, que les marchés financiers demeureraient rationnels. Quelques mois plus tard éclatait la « bulle Internet » qui « corrigeait » les cours de 50 %, choc dont les marchés financiers, comme le Nasdaq, ne se sont pas encore pleinement remis à ce jour; cf. par exemple : Prescott, Edward et McGrattan, Ellen R., « Is the Stock Market Overvalued? », in *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol. 24, n° 4, 2000, p. 20-40.

Bien que Joseph Stiglitz, prix Nobel 2001, soit connu dans le public pour ses positions à l'égard de la pensée dominante, ses critiques n'ont rien de radical. En effet, il ne conteste pas le paradigme dominant de la pensée économique qui se caractérise par la quête d'une théorie générale bâtie sur la déduction. La critique de J. Stiglitz porte sur le contenu de cette théorie, non sur ses assises épistémologiques; cf. pour une analyse des thèses de J. Stiglitz, un compte rendu de lecture dans *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 15, été 2003, p. 60-63.

disparates du point de vue méthodologique, parce que reposant davantage sur l'induction que sur la déduction, sur l'anecdote et sur l'information morcelée.

Sans remonter à la *Methodenstreit* de la fin du XIX^e siècle, plus près de nous, l'impuissance de l'économie dominante à saisir les errements de la planification soviétique avait donné lieu à un questionnement épistémologique, passé largement inaperçu. Ainsi, il y a un quart de siècle, Alain Besançon s'étonnait de la divergence entre les résultats rassurants des travaux d'économistes et l'évidence tangible du blocage de l'économie soviétique. Il a fallu attendre la contribution de J. Kornai pour que les yeux des économistes s'entrouvrent⁴. Nous savons aujourd'hui que l'histoire a foulé aux pieds leurs doctes analyses et donné raison à ce qui, à l'époque, relevait de l'évidence mais échappait aux analyses classiques.

L'attitude actuelle de la pensée économique dominante par rapport à la financiarisation ressemble étrangement à celle qui était la sienne face à l'économie planifiée : la spécificité du phénomène n'est pas reconnue. L'analogie est si profonde que les propos d'Alain Besançon – ex-post prémonitoires – méritent d'être rappelés : « L'économie soviétique est l'objet d'un travail scientifique considérable [...]. Mais ceux qui [...] ont approché le fait soviétique par l'histoire, par la littérature, le voyage, le récit d'immigrant ne le reconnaissent pas dans les descriptions des économistes [...] comme s'il y avait un écart infranchissable entre le système repéré par ces derniers avec ses mesures et ses chiffres et cet autre système, sans mesures et sans chiffres, qu'ils ont peu à peu construit d'instinct, forts de leur seule expérience vécue⁵. »

La citation qui précède met en évidence l'existence d'un « fossé épistémologique » à l'instar de celui qui se dessine aujourd'hui dans le débat concernant la financiarisation. En dépit de la richesse et de la perspicacité de nombreuses analyses et contributions mentionnées plus haut, il manque à ce jour une analyse transversale et cohérente de la financiarisation vue en tant que transformation systémique, une analyse qui en rendrait les tenants et les aboutissants plus visibles et lisibles. Le présent effort, même s'il s'inscrit inopinément dans l'actualité immédiate, mené à bien sous les auspices de l'Observatoire de

4. Kornai, Janos, *Economics of Shortage*, Amsterdam, Elsevier, 1980 ; traduction française : *Socialisme et économie de la pénurie*, Paris, Economica, 1984.

5. Besançon, Alain, *Anatomie d'un spectre : l'économie politique du socialisme réel*, Paris, Calmann-Lévy, 1981, p. 9 ; cité dans Dembinski, Paul H., *Les économies planifiées : la logique du système*, Paris, Seuil, 1988, p. 11.

la finance, vise à combler cette lacune. Il s'agit d'une analyse doublement nouvelle. D'un côté elle propose et met en application une méthode d'investigation largement inspirée de la pensée systémique, ce qui lui permet de proposer une grille d'analyse capable d'appréhender les causes externes et la dynamique interne du processus de financiarisation. De l'autre côté, cette approche résolument transdisciplinaire permet d'appréhender les tenants et les aboutissants de la financiarisation bien au-delà du champ traditionnel d'investigation économique. Une telle analyse met clairement en lumière les conséquences socio-économiques mais aussi éthiques de la financiarisation et les défis qui en découlent pour notre civilisation.

La financiarisation – une transformation systémique

Aucune société n'est complètement figée ; chacune est le théâtre permanent de la confrontation plus ou moins larvée, plus ou moins aiguë, de plusieurs « principes organisateurs » – principes d'ordre, ou logiques d'organisation – simultanément à l'œuvre en son sein. En dernière analyse, cette confrontation a pour enjeu l'extension de l'emprise qu'exerce chacun de ces principes sur le social au détriment de principes concurrents. Dans sa dynamique, la confrontation entre les divers principes d'organisation peut passer par plusieurs configurations : absorption, unification, coexistence avec des sphères d'influence balisées. Il s'agit de dynamiques systémiques qui échappent à l'explication linéaire et relèvent plutôt du constat propre à chaque moment historique⁶.

Le « principe d'organisation » n'est pas seulement une catégorie abstraite, il devient perceptible dans la réalité à partir du moment où s'opère une double conjonction : d'abord celle d'une logique d'action (rationalité, certains auteurs parlent alors d'ethos) avec un groupe social qui met cette logique d'action en pratique ; la conjonction, ensuite, avec les institutions et les structures qui relaient l'action du

6. On pense à la littérature systémique, notamment Bochenski, Joseph, « Pour une ontologie du système », in Svilar, Maja, *Réflexions sur la liberté humaine. Mélanges offerts à André Mercier à l'occasion de son 75^e anniversaire*, Frankfurt a. M., Lang, 1988 ; Le Moigne, Jean-Louis, *Théorie du système général*, Paris, Presses universitaires de France, 1990 ; la plupart des théories de l'évolution se retrouvent dans ce schéma de confrontation, qu'il s'agisse du matérialisme historique marxiste ou de la « fin de l'histoire » de Fukuyama, en passant par les dynamiques décrites par J. Galbraith, J. Schumpeter, K. Polanyi ou, dans un autre registre, par Samuel Huntington, dans *The Clash of Civilizations and the Remaking of World Order*, New York, Simon & Schuster, 1996.

groupe et donc, indirectement, sa rationalité. Cette double conjonction est indispensable pour qu'il y ait emprise d'un principe d'organisation sur le social. Les trois composantes sont en interaction étroite et s'influencent mutuellement sans qu'il soit possible de dire s'il existe une hiérarchie ou une préséance immuable entre elles. Au terme de ces clarifications conceptuelles, la notion de transformation systémique prend un sens plus précis : elle décrit les processus qui accompagnent le remplacement – au sein d'une même société – d'un principe d'organisation dominant par un autre. Il s'agit donc bel et bien d'une trans-formation.

La finance, dans son expression théorique et abstraite, est synonyme d'une rationalité permettant à la fois d'appréhender et d'agir sur les réalités sociales et économiques. Elle devient principe organisateur au sein du système social quand, relayée par un ensemble de conventions, de techniques et de pratiques professionnelles, soutenue par des solutions juridiques et institutionnelles, elle s'impose comme cadre qui inspire et justifie des décisions et des actions. En retour, ces conventions, techniques et institutions – qui sont autant d'instruments – renforcent et valident la rationalité sous-jacente et en amplifient l'emprise sur l'action des hommes. Ainsi, le double passage de la « finance-rationalité » à la « finance-logique d'action » et ensuite à la « finance-principe d'organisation » relève d'une véritable transformation systémique qui résulte d'une interaction unique entre les contextes psychologique, social, économique et politique du moment⁷.

L'hypothèse retenue dans notre analyse, et qu'il s'agit de confronter avec les éléments de réalité afin de lui donner une assise, est qu'un tel processus de transformation systémique est en marche au sein du monde contemporain depuis les dernières trois ou quatre décennies. Y trouvant un terrain adapté et fertile, la rationalité financière a progressivement pénétré, en les transformant, les comportements, les mécanismes et les structures de nos sociétés pour étendre aujourd'hui son emprise au point d'en être le principe organisateur important, si ce n'est dominant.

7. Par certains côtés, cette analyse s'inspire de celle que fait Jacques Ellul du « système technicien ». En effet, ce dernier voit dans la Technique, avec T majuscule, le principe organisateur émergent et dominant du social contemporain. Toutefois, il ne s'interroge pas sur la transformation systémique à proprement parler, c'est-à-dire sur la manière dont la logique d'action technicienne pénètre le social ; cf. Ellul, Jacques, *Le système technicien*, Paris, Calmann-Lévy, 1977 ; réédition Paris, Cherche-Midi, 2004.

Le terme de financiarisation est utilisé ici pour décrire le processus de transformation systémique au cours duquel le principe organisateur articulé autour de la logique financière pénètre, en l'altérant fondamentalement, le système socio-économique occidental, y imprime sa marque et lui donne forme. Ce processus progresse en altérant en profondeur le rapport entre les deux éléments premiers de toute société que sont les « relations » d'un côté et les « transactions » de l'autre. Il s'agit donc d'un sens très différent de celui que donne à la « financiarisation » la littérature (aussi anglophone) d'inspiration marxienne où le terme qualifie l'émergence du « capitalisme financier », distinct du « capitalisme industriel ». Certains auteurs, notamment G. Epstein, utilisent le terme de « financialization » pour signifier « le rôle croissant des motivations financières, des marchés financiers, des acteurs financiers et des institutions financières dans le fonctionnement de l'économie tant nationale qu'internationale⁸ ».

Le fait de poser le diagnostic de la financiarisation en termes de transformation systémique a quatre avantages et un inconvénient. L'inconvénient est d'ordre épistémologique et tient au fait que l'approche systémique est moins satisfaisante du point de vue formel et praxéologique que l'analyse classique. Il en est ainsi parce que l'analyse systémique se limite à apprécier intellectuellement la cohérence d'ensemble des phénomènes étudiés, alors que l'analyse classique promet de dévoiler l'articulation interne de chacun d'entre eux. Ainsi, l'approche systémique se limite à identifier les interactions, alors que l'analyse classique cherche les causalités. Aussi, l'approche systémique relève-t-elle d'un dégrossissage qui n'a d'autre ambition que de poser un cadre que des analyses plus poussées devraient venir ensuite affiner et compléter.

La limitation épistémologique de la démarche systémique est largement compensée par les avantages qu'elle offre pour diagnostiquer les tenants et les aboutissants du processus de financiarisation.

- En plaçant au centre de l'attention la cohérence interne du système social, l'approche systémique se concentre sur l'espace où se joue la concurrence entre principes organisateurs rivaux.

8. Cf. *Financialization and the World Economy*, sous la direction de Epstein, Gerald A., Cheltenham & Northampton, Edward Elgar, 2005, p. 3. ; pour la connotation marxienne, voir les contributions à ce volume de G. Epstein, G. Duménil, D. Lévy et J. Crotty. Voir également la contribution de Krippner, Greta, « The financialization of the American economy », in *Socio-Economic Review*, n° 2, vol. 3, 2005, p. 173-208, qui utilise le terme de « financialization » de manière moins « chargée » pour décrire l'extension du rôle des banques et autres institutions financières dans l'économie contemporaine.

- L'approche systémique appréhende la cohérence au travers de trois niveaux : le niveau macro, celui des structures du système, le niveau méso, celui des mécanismes ou sous-systèmes, et le niveau micro des comportements individuels.
- L'extension d'un principe organisateur au détriment d'un autre, voire son remplacement pur et simple, est un processus multidimensionnel et non linéaire dans lequel interviennent aussi bien des causes externes au système que des mécanismes amplificateurs qui lui sont internes. Certaines dimensions du processus de transformation relèvent du tangible alors que d'autres appartiennent au monde des idées. L'approche systémique permet de combiner les apports de diverses disciplines en une grille de lecture *ad hoc*, qui ne nourrit pas de prétention à la généralité théorique.
- Cherchant avant tout une « pertinence locale », l'approche systémique convient particulièrement au diagnostic d'un processus – tel que la financiarisation – actuellement en cours. En effet, réfutant la prétention à la généralité, l'approche systémique réfute aussi les déterminismes. Elle se limite à esquisser les aboutissants possibles et, ce faisant, peut suggérer des formes à l'action sans se conformer aux attentes ou aux prédictions. Il s'agit donc d'une approche qui, par certains côtés, est aussi un guide de l'action.

La structure du rapport

La première partie du présent rapport dresse à grands traits les principales caractéristiques du système socio-économique contemporain que la financiarisation est en passe de modeler et de transformer. Sont ainsi passés en revue le contexte historique, les acteurs qui sont les principaux relais de la financiarisation, les motivations et les représentations sociales, ainsi que les modèles de rationalité qui alimentent la financiarisation de même que les finalités qui la sous-tendent. Pour mettre en lumière les ressorts cachés de la financiarisation, c'est-à-dire porter le regard jusqu'aux parties immergées de l'« iceberg de la finance », une grille de lecture inspirée de la causalité multimodale d'Aristote est utilisée. Cette méthode d'appréhender les transformations du réel a été, après Aristote, reprise par la grande tradition scolastique et, plus récemment, remise au

goût du jour par des auteurs comme Jean-Loup Dherse ou André Comte-Sponville⁹.

La deuxième partie de ce rapport est consacrée au processus de la transformation systémique lui-même, plus précisément à la manière dont la financiarisation pénètre, prend possession des divers pans de la vie économique et sociale, et leur impose une certaine cohérence. Ce processus étant en cours, la nouvelle forme du système ne fait qu'émerger progressivement. Aujourd'hui seulement les prémices en sont visibles, ses aboutissants relevant en grande partie de la conjecture. C'est dans cette deuxième partie consacrée à l'affirmation de la nouvelle cohérence que le lecteur trouvera l'essentiel du diagnostic systémique. C'est là que les mécanismes institutionnels, économiques et psychologiques qui aboutissent à la primauté actuelle de la transaction sur la relation sont mis en lumière. Cette partie vise ainsi à saisir la dynamique de la financiarisation dans sa progression au détriment d'autres principes organisateurs.

La troisième partie est plus prospective puisqu'elle s'interroge sur les enjeux et les limites propres au processus de financiarisation. Ces limites sont de deux ordres : les limites endogènes, c'est-à-dire les tensions, voire les contradictions qu'elle suscite au sein du social (la stérilité, la complexité, l'explosion sociale suite à une concentration excessive des richesses) ; et les limites exogènes à la financiarisation. Il s'agira ici de distinguer entre ce qui est une « bonne » financiarisation et ce qui ne l'est pas. Un tel exercice implique l'introduction explicite dans l'analyse d'un critère de valeur à l'aune duquel il s'agira d'opérer la distinction. Le critère retenu ici sera anthropologique, dérivé de la notion de « bien commun ». Cette notion n'a de sens que dans une perspective anthropologique qui reconnaît à l'homme une réalité de personne, où sa dimension individuelle et sa dimension sociale sont indissociablement liées.

Grâce au critère anthropologique, des questions comme la généralisation de la méfiance, l'aliénation éthique et la primauté de la transaction sur la relation seront brièvement abordées. Cette réflexion permettra de revenir avec force sur l'alternative du titre « finance servante ou finance trompeuse ». En effet, cette dichotomie en apparence anodine cache, entre ses deux termes, une inversion cruciale : en tant que servante la finance est une technique, un

9. Dherse, Jean-Loup et Minguet, Hugues, *L'éthique ou le chaos ?*, Paris, Presses de la Renaissance, 1999 ; Comte-Sponville, André, *Le capitalisme est-il moral ?*, Paris, Albin Michel, 2004.

20 *FINANCE SERVANTE OU FINANCE TROMPEUSE ?*

instrument au service d'autres finalités, alors que trompeuse c'est elle qui instrumentalise à son tour. C'est ainsi que la section finale est consacrée à la question du « que faire ? ». En effet, faut-il laisser la financiarisation s'épuiser en allant aux limites, ou bien faut-il la « freiner » en lui opposant de manière consciente un autre principe organisateur, et ainsi engager nos sociétés sur la voie d'une autre transformation systémique ?

★

★★

Le présent rapport propose donc un diagnostic qui appelle à la discussion et à l'échange d'arguments et de points de vue. À cet effet, un espace de discussion a été aménagé au sein du site Internet de l'Observatoire de la finance, www.obsfin.ch. Les réactions peuvent être envoyées à rapport@obsfin.ch.

PARTIE I

L'ICEBERG DE LA FINANCE

À l'instar de la partie émergée d'un iceberg, la finance visible et mesurable repose sur un socle immergé, donc plus difficile à appréhender. Au-delà de la métaphore, l'activité financière est l'aboutissement et l'expression tangible d'un « esprit de la finance » qui donne forme et structure aux sociétés contemporaines par l'intermédiaire des institutions et des acteurs, des techniques et des motivations qui les inspirent. Nous sommes donc face à une dynamique multidimensionnelle dont il s'agit de saisir dans cette première partie, avec le plus de précision possible, les ressorts cachés : l'assise immergée de l'iceberg.

De tout temps, penser le changement a été un défi pour les philosophes, notamment ceux qui, à l'exemple d'Aristote et de ses nombreux commentateurs et disciples, comme la tradition thomiste, prenaient le réel pour seule référence. Pour percer les mystères du changement dynamique, la tradition aristotélicienne recommande d'approcher toute réalité émergente à l'aune de cinq « causes », cinq types d'enchaînements susceptibles conjointement d'en éclairer l'existence¹. En s'écartant de la terminologie traditionnelle

1. Voir notamment Lear, Jonathan, *Aristotle: the Desire to Understand*, Cambridge, Cambridge University Press, 1988 ; et un chef-d'œuvre oublié de précision que l'on doit à un physicien jésuite : de Régnon, Théodore, *La métaphysique des causes*, Paris, Victor Retaux, 1906.

Les interprétations et commentaires de nature méthodologique en rapport avec la « causalité multimodale » sont aujourd'hui peu nombreux. Cette situation s'explique par l'hégémonie, notamment dans les sciences dures et par extension dans l'économie, des méthodes d'investigation inspirées du positivisme et basées exclusivement sur la causalité mécanique qui correspond à la cause efficiente au sens d'Aristote. Il s'agit d'identifier la cause, c'est-à-dire l'acte ou le phénomène qui entraîne l'effet de manière immédiate. Seule l'approche systémique résiste quelque peu à cette hégémonie positiviste en mettant explicitement au centre de ses préoccupations la complexité, par définition irréductible à la causalité mécanique. Ainsi, d'une certaine manière, l'analyse systémique se situerait dans le prolongement de la causalité multimodale inspirée d'Aristote.

qui prête aujourd'hui à confusion, la méthode d'analyse inspirée d'Aristote peut être qualifiée de « causalité multimodale ». Ainsi, la causalité agit simultanément au travers d'au moins quatre « modes », chacun se référant à un niveau différent de la réalité. Il s'agit en l'occurrence : (a) de la réalité émergente vue sous l'angle du matériau qui lui a servi de matière première (traditionnellement appelée cause matérielle), ce matériau étant rarement directement perceptible, puisqu'il est « recouvert » et contenu dans la forme émergente ; (b) de la réalité sous l'angle de la forme qui conditionne, donne forme et modèle la matière (cause formelle) ; (c) de la réalité vue sous l'angle des acteurs dont l'action a imprimé la forme à la matière première (cause efficiente) ; (d) de la même réalité considérée sous l'angle de la finalité que les acteurs poursuivent (cause finale). Certains auteurs, en plus de la finalité à proprement parler, se réfèrent aussi à la vision, au modèle ou à la représentation qui président à l'action des acteurs (cause exemplaire)².

La clé de lecture de la causalité multimodale sera utilisée ici pour aborder l'iceberg de la finance de manière un tant soit peu ordonnée afin d'appréhender les tenants et les aboutissants de la dynamique du processus de financiarisation. Dans les sections successives de la présente partie, il sera question d'abord des forces profondes de l'histoire qui ont donné naissance, à l'époque contemporaine, aux conditions propices au développement de la finance (cause matérielle) ; ensuite seront passés en revue les acteurs et les institutions qui ont servi de relais à l'extension de l'emprise de la finance (cause efficiente) ; seront abordés enfin les représentations et la vision qui ont inspiré les acteurs, pour faire apparaître les motivations, les finalités et l'ethos animant les protagonistes de la financiarisation (causes finale et exemplaire). Quant au quatrième mode de causalité, celui par lequel la financiarisation donne progressivement forme aux réalités sociales et au système socio-économique, il fait l'objet, notamment dans sa dimension dynamique, de la deuxième partie.

2. La grille méthodologique de la causalité multimodale peut utilement être mobilisée pour ordonner des observations disparates. Un exemple, Dembinski, Paul H., « Towards a Multi-modal Causation Framework of Entrepreneurship », in *Estudios de Economía Aplicada*, vol. 24, 2006, p. 339-358.

1.1 LE CONTEXTE HISTORIQUE DU DÉVELOPPEMENT DE LA FINANCE

Le processus de financiarisation se déroule à un moment précis de l'histoire mondiale, et à ce titre il participe à ce que Pierre Renouvin appelait, sans davantage de spécifications, les « forces profondes de l'histoire ». Les changements en matière d'idéal politique, de possibilités technologiques ou institutionnelles, ont créé à partir des années 1970 des conditions favorables à l'expansion de l'activité financière selon un processus qu'il faut maintenant évoquer. Si la finance a pu s'imposer à des pans entiers de la vie sociale, c'est que la financiarisation était « portée » par des évolutions plus profondes qu'elle a renforcées à son tour. Pour reprendre le découpage proposé jadis par Fernand Braudel³, il convient donc de distinguer différents rythmes au cœur du temps de l'histoire : l'histoire lente des transformations structurelles, l'histoire des processus sociaux et finalement l'histoire rapide, à la mesure d'une vie humaine.

Les « années euphoriques »

Pour qualifier les années de prospérité entre la fin de la Seconde Guerre mondiale et la première crise pétrolière, Jean Fourastié a forgé le terme de « Trente Glorieuses », qui correspond à ce que certains auteurs américains qualifient de « Golden Age » du capitalisme. Quel nom donner aujourd'hui à la période qui a succédé à ces trente années de croissance ininterrompue ? À défaut de connaître avec précision la durée de cette période-ci, disons simplement les « années euphoriques ». Ce ne sont pas les performances économiques – peu fameuses en l'occurrence – qui caractérisent cette période s'étendant du milieu des années 1970 à nos jours, mais l'engouement devenant progressivement à proprement parler euphorique pour le « tout-à-l'économique ». La méfiance par rapport au politique n'a cessé d'augmenter tout au long des années euphoriques pour s'imposer comme une évidence au moment de la chute du mur de Berlin : la seule institution sociale capable de garantir le bonheur, tant collectif qu'individuel, serait ainsi le libre jeu du marché.

La victoire proprement idéologique du « tout-à-l'économique » n'a pas été immédiate : elle est l'aboutissement de changements lents

3. Braudel, Fernand, *Écrits sur l'histoire*, Paris, Flammarion, 1969.

mais profonds dans la hiérarchie des valeurs qui ont préparé, depuis la fin des Trente Glorieuses, le terrain à sa montée en puissance. La crise politique durable aux États-Unis, notamment autour du borbier vietnamien, et le choc culturel de Mai 68 en Europe de l'Ouest, sont des symptômes qui ne sauraient tromper sur l'ampleur du doute multidimensionnel qui, dès la fin des années 1960, taraude le moral des sociétés occidentales. Bien que toujours présentes, les menaces de la guerre froide ne suffisent plus à endiguer l'érosion des anciennes certitudes. Le fameux « *lieber rot als tot* » des années 1980 cristallise le changement dans l'état d'esprit de l'Occident jadis inébranlable face à la menace communiste, maintenant prêt à tous les compromis au nom du maintien du confort matériel acquis. Parallèlement, l'Occident découvre dans le sillage des crises pétrolières sa vulnérabilité économique et aussi l'impuissance des politiques à faire face au chômage et à l'exclusion.

L'arrivée au pouvoir en Grande-Bretagne de la Dame de fer, Margaret Thatcher – avec son catégorique TINA (« *There Is No Alternative* ») faisant écho aux balbutiements de la pensée unique à la française – et, peu après, l'élection de Ronald Reagan outre-Atlantique, marquent un tournant. Le « tout-à-l'économique » cesse d'être une simple recette pragmatique pour se muer en une véritable doctrine – pour ne pas dire idéologie – qui séduit par sa simplicité et son efficacité. Cette doctrine se répand aux quatre coins de la planète et réveille notamment les tigres asiatiques. Même les gouvernements de gauche ne trouvent rien à redire à la vague de libéralisations et de privatisations qui participent d'une révision profonde de la place de l'État dans la société et l'économie, notamment pour ce qui est de son rôle dans la redistribution des ressources et dans la mutualisation des risques. La vigueur économique retrouvée de l'Occident lui permet de lancer à l'URSS l'ultime défi de la « guerre des étoiles » qui sera fatale à l'empire soviétique⁴. Les résultats économiques sont là : l'inflation est maîtrisée, la productivité augmente, les déficits publics semblent jugulés. Pourtant, alors que les indicateurs économiques s'améliorent, l'angoisse en Occident devient individuelle, la quête du sens cesse d'être collective pour devenir une affaire privée. Les « années euphoriques » sont aussi celles où les sociétés occidentales perdent (définitivement?) la notion du sens partagé⁵. Dans ce contexte de déliquescence de la

4. Dembinski, Paul H., *Les économies planifiées : la logique du système*, op. cit.

5. Piveteau, Denis et de Foucauld, Jean-Baptiste, *Une société en quête de sens*, Paris, Odile Jacob, 1995.

société – Margaret Thatcher n'affirmait-elle pas que la société n'existe pas? – le marché se présente comme le plus petit dénominateur commun aux individus libérés de l'emprise du collectif.

De l'autre côté du rideau de fer, la période qui correspond aux « années euphoriques » se déroule très différemment. Là-bas, l'année 1968 marque une poussée forte d'espérance partagée d'un socialisme « à visage humain » vite réprimée. Dès 1975, l'espoir renaît. Les accords d'Helsinki fournissent inopinément aux dissidents une plateforme inattendue et permettent un regroupement des forces, y compris intellectuelles, autour des notions d'entraide, de solidarité et de quête commune de la vérité. Même s'il faudra encore vingt ans de lutte et de confrontation avec le régime, depuis la fin des années 1960 un vent de liberté souffle sur les esprits avec à la clé le vague espoir d'une sortie possible du tunnel totalitaire⁶.

Alors qu'à l'Ouest, la déchristianisation progresse, c'est à l'aune de l'extension de la pratique religieuse que se mesure à l'Est l'érosion de l'emprise totalitaire. Ces deux dynamiques opposées se retrouvent comme projetées l'une contre l'autre ou télescopées, au moment de l'élection en 1978 de Jean-Paul II. Le fameux « N'ayez pas peur! » lancé par ce pape trempé dans la lutte contre les totalitarismes résonne très différemment des deux côtés du mur de Berlin, alors que l'Occident craint pour ses acquis matériels et que l'Est a soif de liberté et de consommation. À l'Est comme à l'Ouest, ce cri rénove et réhabilite le regard chrétien sur le social et en prépare le renouveau⁷.

Du point de vue économique, l'euphorie du « tout-à-l'économique » atténuée pour le monde occidental les difficultés liées au changement dans le mode de croissance. En effet, durant les Trente Glorieuses qui ont précédé, l'Europe a pu renouer avec la croissance industrielle interrompue par la guerre, alors que l'Amérique étendait aux dimensions du monde son modèle de consommation et de vie. La

6. Novak, Miroslav, *Du printemps de Prague au printemps de Moscou : les formes de l'opposition en Union soviétique et en Tchécoslovaquie depuis 1968*, Genève, Georg Editeur, 1990; Molnar, Miklos, *La démocratie se lève à l'Est : société civile et communisme en Europe de l'Est*, Paris, Presses universitaires de France, 1990.

7. Lecomte, Bernard, *La vérité l'emportera toujours sur le mensonge*, Paris, J-C. Lattès, 1990; Weigel, George, *Witness to Hope. The Biography of Pope John Paul II*, New York, Cliff Street Books, 1999; Sherwin, Michael, « Une anthropologie dissidente dans une théologie johannique : la vérité et la liberté dans la pensée de Jean-Paul II », in *Car c'est de l'homme qu'il s'agit : défis anthropologiques et enseignement social chrétien*, sous la direction de Dembinski, Paul H., Buttet, Nicolas, et Rossi di Montelera, Ernesto, Paris, Desclée de Brouwer, 2007, p. 37-56.

demande pour les automobiles et les appareils ménagers paraissait infinie, ce qui a rendu possible, du côté des entreprises, l'emploi salarié à durée indéterminée, caractéristique du fordisme. Ce type d'organisation économique s'impose dans les esprits – suivant en cela la vulgate marxiste – comme mode ultime d'organisation des rapports économiques et sociaux. Les chocs pétroliers des années 1970, qui coïncident avec la saturation partielle des débouchés, viennent sonner le glas de cette société industrielle soutenue par l'abondance énergétique et par la demande forte d'infrastructures et de biens de consommation durables⁸. Alors même que la structure économique de la société industrielle chancelle sur ses bases, les femmes libérées des tâches ménagères par la technique et affranchies du joug familial et des contraintes de la maternité par la « libération » des mœurs, viennent grossir les rangs des demandeurs d'emploi. En conséquence, les activités de service prennent de l'ampleur et amortissent le choc structurel en termes d'emplois. Au début des années 1970, les économies occidentales entrent clairement dans l'ère postindustrielle et leur tertiarisation devient une évidence. Le secteur des services s'impose aussi dans les négociations commerciales internationales. Ainsi, sous les auspices du GATT, le « cycle de Tokyo » (Tokyo Round: 1973-1979) aborde pour la première fois la question épineuse de la libéralisation du commerce international des services.

Au niveau international, les « années euphoriques » sont celles de la montée en puissance de la globalisation économique. Les frontières de moins en moins protectionnistes favorisent la consolidation des grandes entreprises et des groupes transnationaux qui, à la fin du *xx*^e siècle, deviendront les méga-acteurs de l'économie mondiale. En internationalisant leur mode de production et de distribution, ces entreprises transnationales contribuent grandement à augmenter les échanges et, par conséquent, à resserrer les interdépendances économiques entre les pays, notamment en Europe. Le libre-échange s'impose en maître mot et les cycles successifs de négociations commerciales internationales en élargissent les perspectives et la portée.

C'est dans ce contexte socialement et économiquement propice que s'élabore progressivement du point de vue intellectuel la version moderne de la doctrine du « tout-au-marché ». Le marché en tant qu'institution sociale occupe le centre de ce projet. Le marché idéalisé – conceptualisé avec précision par les économistes néoclassiques

8. Aron, Raymond, *Dix-huit leçons sur la société industrielle*, Paris, Flammarion, 1986 ; Galbraith, John K., *The New Industrial State*, London, Pelican Books, 1967.

tels que Pareto, Walras ou Marshall – apparaît comme le mécanisme le mieux à même de réguler la production et la distribution des biens et des services en vue de la maximisation du niveau de satisfaction. Avec des auteurs comme Hayek, von Mises ou Popper, qui connaissent durant les « années euphoriques » un vif regain d'intérêt, le marché est investi du rôle – par définition politique – d'architecte de l'intérêt général⁹. La mission assignée au politique change alors fondamentalement, et il doit se faire tout petit et se cantonner dans le rôle du gardien de nuit qui veille à ce que rien n'entrave le bon fonctionnement du « tout-au-marché ». La chute du mur de Berlin semble valider de manière totalement inattendue cette doctrine que le « prophète » Francis Fukuyama viendra rationaliser dans sa fameuse annonce de la « fin de l'Histoire¹⁰ ». Dorénavant, il ne s'agit plus d'une doctrine parmi d'autres, mais bien d'une vérité démontrée : le marché serait le *nec plus ultra* de ce dont l'humanité est capable. Alors que cette conviction emporte l'adhésion des opinions publiques et de la plupart des experts de tous bords, elle est reçue non pas comme une révélation mais comme le fruit le plus pur de la raison scientifique s'imposant d'elle-même, validée par les démonstrations mathématiques des économistes. Ainsi, derrière l'euphorie du « tout-à-l'économique », il y a aussi le soulagement de savoir que l'humanité, après des siècles d'errance et d'égarements idéologiques et religieux, a renoué avec la raison dont le marché serait la plus pure des incarnations¹¹.

La force de la doctrine du tout-au-marché vient du fait qu'elle s'inscrit dans le prolongement à la fois du rationalisme positiviste et

9. Dufour, Dany-Robert, *Le Divin Marché – La révolution culturelle libérale*, Paris, Denoël, 2007.

10. Fukuyama, Francis, « The End of History? », in *The National Interest*, été 1989; *The End of History and the Last Man*, Londres, Penguin Books, 1992; voir aussi, par deux collaborateurs du McKinsey Global Institute, Lowell, Bryan et Farrell, Diana, *Market Unbound: unleashing Global Capitalism*, New York, John Wiley & Sons, 1996.

11. La doctrine du « tout-à-l'économique » soulève, il est clair, un grand nombre de critiques qui se cristallisent notamment dans la mouvance peu homogène de l'antiglobalisation. La majorité de ces critiques s'inscrit dans le prolongement de la dogmatique marxiste et cherche plus à séduire qu'à convaincre. Il en va autrement de quelques ouvrages qui prennent la mesure du caractère radicalement nouveau du contexte socio-économique des « années euphoriques ». Il s'agit notamment du travail du Groupe de Lisbonne, *Limites à la compétitivité: pour un nouveau contrat mondial*, Paris, La Découverte, 1995; de l'ouvrage de Thureau-Dangin, Philippe, *La concurrence et la mort*, Paris, Syros, 1995; ou encore de Perret, Bernard, *op. cit.* Voir aussi *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 15, été 2003, intitulé « Globalisation in Crossfire ».

du matérialisme. Elle s'insère donc parfaitement dans le paysage intellectuel du début des « années euphoriques » caractérisé par le déni progressif de toute métaphysique et l'engouement pour la pensée technicienne. Toutefois, la cohérence intellectuelle de la doctrine en question découle d'une simplification anthropologique. En effet, la cohérence de la construction théorique de l'économie néoclassique repose sur une vision très réduite de la personne humaine : l'être humain y apparaît sous les traits d'un algorithme individualisé de maximisation du niveau d'utilité ou de satisfaction, plus connu sous le nom d'*homo economicus*¹². Les besoins et les désirs de ce dernier, à l'exclusion de toute autre préoccupation, doivent être satisfaits pour assurer son bien-être et son bonheur individuel. Cette réduction anthropologique, en apparence pleinement rationnelle, fait comme si la nature humaine avait fini par livrer ses ultimes secrets – ceux de l'*homo economicus* – et que, par extension, les plans de la société idéale bâtie sur la raison étaient à portée de main. Tout ceci conforte l'intuition philosophique déjà ancienne selon laquelle le marché transformerait infailliblement les vices privés en vertus publiques¹³.

À maints égards, le projet des « années euphoriques » s'inscrit dans le prolongement du positivisme rationaliste d'Auguste Comte. Or, à l'instar du système de Comte, au cœur du projet des « années euphoriques » se trouve un postulat anthropologique qui est, qu'on le veuille ou non, de nature métaphysique. Pour combler cette lacune de plus en plus béante dans son système rationnel, Comte, vers la fin de sa vie, a été amené à verrouiller la brèche en fondant une « religion positiviste ». En effet, sans cette extension à la métaphysique, le système positiviste ne serait pas clos. Il y a une certaine analogie avec les dernières années du XX^e siècle, cent ans après

12. Voir le numéro spécial de *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 22, été 2005, « *Homo oeconomicus*. Le mal-compris et le mal-aimé » ; et aussi Jensen, Michael et Meckling, William, « The Nature of Man », in *Bankamerica*, vol. 7, n° 2, Summer 1994, p. 4-19.

13. Les idées dont il est question ici ont pris forme lentement. Le cercle qui s'est mis en place aux États-Unis autour de Ayn Rand est emblématique à cet égard ; cf. Rand, Ayn, *The Virtue of Selfishness* ; et *Capitalism : the Unknown Ideal*, London, Signet, le premier en 1964, le second en 1967. Dans le second volume, les textes de Alan Greenspan sont particulièrement importants, notamment du fait de sa carrière ultérieure à la tête de la Réserve fédérale américaine. Voir aussi le n° 23 de la revue *Finance & the Common Good/Bien Commun*, hiver 2005-2006, « The Enterprise. Matter and Form(s) » ; Lazaro, Raquel, *La sociedad comercial en Adam Smith. Método, moral, religión*, Navarra, Eunsa, 2002 ; et Laval, Christian, *L'homme économique*, Paris, Gallimard, 2007.

Comte, alors que les soubassements métaphysiques de la doctrine du « tout-à-l'économique » commencent à apparaître et mettent en lumière les limites de sa prétention positiviste. Un certain inconfort devient sensible parmi les partisans les plus fervents du paradigme. Nous aurons l'occasion d'y revenir longuement dans la dernière partie de cet ouvrage.

C'est donc dans un contexte particulièrement propice du point de vue à la fois intellectuel, économique et social que, le marché triomphant aidant, l'économique se glisse au cœur du social et le financier au cœur de l'économique. Les sociétés occidentales se projettent sans complexe dans le futur, confiantes dans leur maîtrise technique sur l'avenir. Ces conditions sont particulièrement propices au développement des activités financières :

- Les sociétés occidentales ont oublié les disettes et les incertitudes de la guerre. En dépit des crises pétrolières, elles sont prospères et confortablement installées dans la protection sociale quasi généralisée. Elles sont donc en mesure de s'extraire de l'urgence du quotidien et de se projeter dans le moyen et le long terme tout en dégageant des moyens en conséquence. La finance apparaît alors comme une technique leur permettant de bâtir et d'assurer l'avenir matériel à moyen terme.
- Ces sociétés ont confiance dans leur pérennité, dans la stabilité de leurs institutions publiques et dans leur mode d'organisation. Le climat est particulièrement favorable à l'extension de l'horizon d'action et donc au développement des activités financières qui, selon une heureuse expression utilisée ultérieurement, s'apparentent au « commerce des promesses¹⁴ ». Cela est d'autant plus vrai que, dans le contexte de liberté et de prospérité matérielle, les solidarités traditionnelles chancellent. Le village, le clan, la famille se métamorphosent, se rétrécissent, voire se disloquent. Laissés à eux-mêmes, les individus construisent leur avenir en prenant appui sur les promesses mathématico-financières qui fondent l'« utopie actuarielle¹⁵ » et qui viennent garantir les institutions et valider les choix fondamentaux sur lesquels ces institutions reposent.

14. Giraud, Jean-Noël, *Le commerce des promesses*, Paris, Seuil, 2001.

15. Thiveaud, Jean-Marie, « La gestation séculaire et l'État dépositaire dans l'Europe des Lumières », in *Caisse des dépôts et consignations – 175 ans*, numéro spécial de la *Revue d'économie financière*, Paris, 1999, p. 9-31.

- Au seuil de l'ère postindustrielle, les économies occidentales se tertiarisent. Il en va de même des emplois dont une proportion croissante concerne la « manipulation des symboles¹⁶ » plutôt que de la matière. Les activités financières participent pleinement à cette évolution, puisque la finance n'est que perspective tournée vers le futur, ancrée dans l'intangible.

Le diagnostic de l'articulation précise des divers facteurs qui ont favorisé l'euphorie du « tout-à-l'économique » dépasse le cadre de ces pages. Bornons-nous à souligner que le processus de financiarisation a renforcé en retour les prémices qui ont facilité son émergence. Dopée par cette rétroaction, la financiarisation a gagné en ampleur pour devenir le phénomène marquant de la fin du xx^e siècle. En plus de l'histoire lente du politique et du social esquissée plus haut, deux autres aspects du contexte d'émergence de la financiarisation méritent une attention particulière, bien qu'ils soient mus par des dynamiques plus rapides : la crise dans la régulation économique internationale et le développement des technologies d'information et de communication.

De la monnaie servante à la monnaie maîtresse

Dès 1943, la gouvernance de l'économie internationale a été un sujet crucial de discussion entre les Alliés, mais plus spécialement entre les États-Unis et la Grande-Bretagne. La conférence convoquée à Bretton Woods en été 1944 avait pour mission de poser le cadre institutionnel de l'économie internationale de l'après-guerre. Après quelques semaines de débats tant théoriques que politiques, les quarante délégations se sont séparées, tâche accomplie : un accord d'ensemble sur la mise en place d'un cadre institutionnel et réglementaire international dit « dispositif de Bretton Woods » avait été trouvé.

Dorénavant, l'ordre économique international à venir allait reposer sur trois principes : la réduction concertée des barrières au commerce, la convertibilité des monnaies encadrée dans un mécanisme de changes fixes, et l'aide à la reconstruction et au développement. La mise en application de ces trois principes a été confiée à trois institutions sœurs, devant former l'ossature du « dispositif de Bretton Woods » : le Fonds monétaire international (FMI), la

16. L'expression est de Robert Reich dans *The Work of Nations: Preparing Ourselves for 21st Century Capitalism*, New York, Random House, 1991.

Banque internationale pour la reconstruction et le développement (devenue plus tard Banque mondiale) et l'Organisation internationale du commerce (dont le processus de mise en place ne s'est achevé qu'un demi-siècle plus tard, en 1995, par la transformation de l'Accord général sur les tarifs et le commerce – GATT – en Organisation mondiale du commerce).

Pour accomplir cette tâche sans précédent, l'imaginaire des délégués à la conférence de Bretton Woods était stimulé à la fois par le souvenir encore vif de la grande crise des années 1930, celui de la Dépression qui a contribué à l'avènement du nazisme, et par le cataclysme destructeur de la Seconde Guerre sur le point de s'achever. Comme en témoigne le « dispositif de Bretton Woods » qui en est issu, ce contexte historique s'est avéré propice aux projets ambitieux promettant paix et prospérité à l'humanité exsangue. Le « dispositif de Bretton Woods » promet croissance économique et paix en tirant le meilleur du principe du « doux commerce » cher à Montesquieu et qu'il entend mettre en pratique¹⁷.

D'inspiration profondément libérale, mais respectueux de la souveraineté nationale, le dispositif prend pour objectif central le développement du commerce international, par la suppression progressive des barrières protectionnistes, et la mise en place d'un système efficace de paiements et de règlements internationaux. Il s'agit d'un dispositif interétatique, dans le sens où il se limite à coordonner l'action externe des gouvernements tout en respectant leur souveraineté interne qui reste la pierre angulaire du système international mis en place sous les auspices de l'ONU. Si le dispositif de Bretton Woods stabilise les paiements internationaux par la convertibilité des monnaies et les taux de change fixes, c'est parce que ses architectes entendaient juguler les risques d'instabilité monétaire et protéger ainsi la pérennité des échanges commerciaux. En vertu de cette logique, en adhérant au FMI chaque pays s'engage à tendre vers la convertibilité de sa monnaie. Une fois cette convertibilité proclamée, elle devient selon les statuts du FMI acquise et irréversible. Toutefois, ces mêmes statuts limitent la portée de la convertibilité aux seuls paiements liés aux transactions courantes (commerce et transferts), ce qui laisse les transactions financières en dehors de cette obligation. Par conséquent, dans le domaine des flux de capitaux, les États gardent en théorie le choix des modalités de fixation des taux de change.

17. Cleveland, Harlan, *Birth of a New World*, Hoboken (NJ), Jossey-Bass, 1993.

Tirant les leçons de la spirale dévaluation-protectionnisme qui avait été fatale aux échanges internationaux durant l'entre-deux-guerres, les architectes de Bretton Woods ont prévu des coupe-circuit permettant de découpler, en cas de risque de perturbation, le monétaire du commercial. Ainsi, afin de donner au dispositif une certaine flexibilité, le principe de convertibilité et le régime des changes fixes ont été flanqués de deux soupapes de sécurité permettant de « contenir » les éventuels déséquilibres de paiements dans la sphère monétaire et préserver l'autonomie des flux commerciaux. La première soupape est faite de tout un ensemble d'avances et de crédits que le FMI peut octroyer aux pays souffrant d'un déséquilibre passager de leurs balances commerciales. La seconde permet aux gouvernements, en cas de déséquilibres commerciaux durables, de renégocier sous les auspices du FMI les taux de change réciproques. Il s'agit toutefois d'une mesure de dernier recours, à utiliser seulement si les aides aux balances commerciales ne suffisent pas à surmonter les difficultés et que celles-ci s'avèrent être de nature structurelle. Ainsi, même si l'architecture initiale du dispositif reconnaît aux flux de paiements une capacité non négligeable de perturbation, ce sont les flux commerciaux qu'elle entend préserver en priorité.

En laissant sciemment le compte capital, et donc les flux financiers, en dehors de l'emprise du dispositif de Bretton Woods, ses architectes ont fait comme si la finance internationale n'était qu'un épiphénomène sans danger pour le commerce mondial. L'avenir montrera qu'ils ont ainsi commis une grave erreur d'appréciation, qui a conduit, à peine vingt-cinq ans plus tard, au naufrage du dispositif lui-même. À leur décharge, il faut rappeler qu'à l'époque – à la fin de la guerre, après la grande Dépression des années 1930 – le développement actuel de la finance était difficilement imaginable. Les seuls paiements internationaux d'importance, autres que les paiements et transferts en compte courant, étaient soit intergouvernementaux, à l'instar de ceux liés aux réparations après la Première Guerre, soit concernaient de rares émissions obligataires garanties la plupart du temps par les gouvernements. Il n'est donc pas si étonnant qu'à Bretton Woods on ait laissé la finance en marge de la réglementation internationale. À l'époque, il était admis que la finance, à l'instar de la politique monétaire et de la surveillance bancaire, relevait du domaine national, sans portée internationale, et devait être régie exclusivement par les autorités et les lois nationales.

Le dispositif de Bretton Woods instaurait, en matière de changes, un système connu sous le nom de « changes fixes », qui

consistait à fixer par accords intergouvernementaux la valeur exprimée en dollars américains des diverses monnaies faisant partie du système. Parallèlement, la valeur du dollar était verrouillée par le gouvernement américain une fois pour toutes au niveau de 35 dollars pour une once d'or fin. Ainsi, le dispositif de Bretton Woods faisait du dollar américain le moyen de liquidité et de réserve international. Le dollar, plus maniable que l'or, a donc largement circulé en dehors des frontières américaines pendant toute la période. C'est autour de la question de l'instrument ultime de liquidité internationale que le Britannique Keynes et l'Américain White, les deux ténors de la conférence de Bretton Woods, s'étaient affrontés. Les thèses de White aidant, les autorités monétaires américaines, en contrepartie du privilège de voir le dollar jouer le rôle de pivot du système monétaire mondial, avaient contracté un devoir moral implicite. Dans leur politique d'émission monétaire, elles auraient ainsi dû veiller à ce que le volume de dollars en circulation corresponde non seulement aux besoins de l'économie américaine, mais aussi assure aux paiements commerciaux internationaux la liquidité indispensable. L'histoire montrera que l'administration américaine n'a pas pris très à cœur cette obligation morale.

La cohérence du dispositif de Bretton Woods était assurée par le caractère strictement interétatique de la gouvernance de l'économie mondiale. La gestion des taux était entre les mains des gouvernements qui disposaient – à travers la négociation – des moyens nécessaires pour assurer l'équilibre à long terme des balances commerciales de tous les partenaires. Après la guerre, ce n'est que progressivement que les principales monnaies sont devenues convertibles au sens des statuts du FMI. Ainsi, il aura fallu plus de quinze ans pour que la logique monétaire de Bretton Woods déploie ses effets et trouve sa vitesse de croisière. À peine l'avait-elle atteinte que le dispositif découvrait sur sa route des phénomènes qui le prenaient au dépourvu. Qu'il s'agisse de l'euro-dollar ou de l'arbitrage sur l'or, les phénomènes en question étaient liés au développement de la finance internationale.

Après le retour progressif à la convertibilité des grandes monnaies – qui culmine en 1961 avec l'acceptation par tous les pays industrialisés des obligations qu'imposent en la matière les statuts du FMI – et face à la croissance soutenue des échanges internationaux, les banques centrales des principaux pays ont progressivement levé les contrôles des changes concernant les mouvements internationaux de capitaux, tant pour des raisons politiques que purement

économiques. Cette libéralisation des mouvements de capitaux a facilité la multiplication des relations transnationales de dette, notamment au lendemain de la première crise pétrolière¹⁸.

Dès la fin des années 1950, les grandes banques commerciales ont soit constitué des filiales à l'étranger, soit établi des relations de correspondance avec des banques étrangères. Aujourd'hui ce processus culmine avec l'affirmation de méga-acteurs globaux de la finance tels que Citicorp ou Union Bank of Switzerland, issus de plus d'un quart de siècle d'intense activité de fusions et d'acquisitions. Par le développement de leurs activités financières internationales, les banques commerciales ont introduit et ensuite élargi les brèches dans le dispositif de Bretton Woods.

Dès le début des années 1960, les banques commerciales ont mis au point une innovation financière radicale, un instrument privé de liquidité d'un type nouveau : l'euro-dollar d'abord, les euro-devises ensuite. Grâce à cette innovation, les banques ont pu tirer des avantages substantiels de leur internationalisation. Les euro-dollars étaient des dollars dont disposaient les banques actives hors des États-Unis et qu'elles ont utilisés pour octroyer des prêts en dehors des États-Unis. L'euro-dollar et les euro-devises sont nés dans un vide réglementaire, aucune banque centrale n'ayant à l'époque de prise ni sur les opérations en devises des banques résidentes, ni sur les opérations en monnaie nationale des banques non résidentes. Profitant de ces lacunes dans les règles prudentielles, les banques ont trouvé le moyen de multiplier leurs engagements en devises, sans autre limitation que leur propre appréciation du risque¹⁹.

En permettant largement de prêter et d'emprunter des devises (c'est-à-dire de la monnaie étrangère par rapport au lieu de l'opération), l'euro-marché a ouvert la porte à la multiplication des opérations d'arbitrage, a accru la mobilité internationale des capitaux et a créé une source privée de liquidités. Avec les euro-devises, la finance mondiale a trouvé un réservoir abondant de liquidités bon marché disponibles pour les placements, notamment pour financer les déficits publics qui explosaient à la même période.

18. Dembinski, Paul H., *L'endettement international*, Paris, Presses universitaires de France, coll. « Que sais-je ? », 1989.

19. Einzig, Paul, *The Euro-dollar System*, Basingstoke, MacMillan, 1977. Aujourd'hui, le paquet réglementaire « Basel II » se propose de combler définitivement, du point de vue de la surveillance prudentielle, les dernières brèches juridiques qui ont rendu possible l'apparition des euro-marchés. Voir à ce propos le n° 21 de la revue *Finance & the Common Good/Bien Commun*, printemps 2005, « De Bretton Woods à Bâle II ».

Le marché de l'or a été le deuxième facteur, avec l'euro-dollar, qui a déstabilisé le dispositif de Bretton Woods. Le marché de l'or rouvre après la guerre en 1954 seulement, alors que le métal jaune servait d'assise – via le dollar – au dispositif de Bretton Woods. En 1961, les principaux gouvernements s'entendent pour intervenir sur le marché de l'or de manière à maintenir le cours du métal jaune au niveau de la parité fixe dollar-or. Cet arrangement bute cependant, dès 1968, sur l'importance des transactions privées auxquelles les banques centrales peinent à faire face. Pour sortir de l'impasse, le marché de l'or est scindé en deux, d'un côté le marché privé où le cours est libre, de l'autre les transactions entre banques centrales au taux quasi fixe. Cette dualité ouvre une perspective d'arbitrage or-dollar que les capitaux privés utiliseront pour mettre à mal la parité fixe or-dollar, poutre faîtière du dispositif de Bretton Woods.

Quand, le 15 août 1971, à la surprise générale, le président Nixon annonce la suspension de la convertibilité-or du dollar, il assène le coup de grâce au dispositif de Bretton Woods et plonge la gouvernance de la finance mondiale dans une confusion dont elle n'est toujours pas sortie trente-cinq ans plus tard. Ce faisant, les autorités américaines parent au risque immédiat de voir fondre leurs réserves d'or du fait de l'importance croissante du déficit commercial américain, lié notamment à l'effort d'armement et à la guerre au Vietnam. En tirant ainsi leur épingle du jeu, les autorités américaines, d'une part, s'avouent incapables de maîtriser leur déficit commercial et, de l'autre, plient en fait devant l'ingéniosité des acteurs financiers privés dont ils reconnaissent la puissance. Dorénavant, rien ne pourra plus se faire dans le domaine de la gouvernance économique mondiale sans tenir compte de la finance privée, cette force nouvelle, dont l'existence n'a pas effleuré l'esprit des architectes de Bretton Woods.

La déclaration de non-convertibilité américaine a entraîné le basculement presque instantané des changes fixes aux changes quasi flexibles avec, à la clé, la naissance d'un marché des changes aux dimensions globales. En conséquence, les monnaies nationales sont devenues des « actifs financiers » que peuvent détenir des non-résidents à des fins spéculatives. Ce fait place la conduite de la politique monétaire nationale devant de nouveaux défis. Sous le régime de changes fixes, le solde des flux de capitaux, conjointement avec celui des paiements courants, influence le stock d'or du pays, donc sa masse monétaire, et le taux d'intérêt interne. Avec l'effondrement du dispositif de Bretton Woods, les taux de change échappent à l'emprise exclusive des autorités monétaires – nationales et internationales –,

ce qui oblige dorénavant les banques centrales à modifier leur attitude par rapport aux marchés financiers. La monnaie nationale, moyen de paiement incontournable sur un territoire, voit dorénavant son pouvoir d'achat interne dépendre en partie de la finance internationale qui va influencer le taux de change. Toutes les crises financières des dernières décennies en témoignent, tout particulièrement les plus récentes : les crises asiatique, russe ou argentine.

En faisant voler en éclats le dispositif de Bretton Woods, Nixon émancipe la monnaie de la « tutelle » du stock d'or et, de plus, l'affranchit du rôle servile de moyen de paiement qu'elle assumait jusque-là par rapport au commerce international. À une régulation exogène (via le stock d'or) de la monnaie nationale, la rupture de 1971 substitue une régulation endogène, en rapport avec les données économiques internes. En augmentant ainsi l'autonomie de la politique monétaire nationale, le système des changes flottants comporte aussi le risque de rendre la monnaie autoréférentielle, voire inféodée au politique²⁰. En conséquence, depuis 1971, la gouvernance monétaire-financière internationale est en panne même si quelques aménagements sont en voie de réalisation, notamment l'accord sur la surveillance prudentielle, plus connu sous le nom de « Bâle II²¹ ». Par ailleurs, trois décennies après l'effondrement de Bretton Woods, on tente toujours de mettre la monnaie à l'abri des convoitises politiques, soit en accentuant l'indépendance de la banque centrale du politique (à l'exemple de la Banque centrale européenne), soit en fixant à la politique monétaire des objectifs en termes de niveau d'inflation (indice des prix à la consommation). Ces tentatives s'inscrivent dans la quête d'un ancrage exogène de la monnaie – à l'exemple de son ancrage ancestral dans le stock d'or – capable de la mettre à la fois à l'abri des velléités politiques et des fluctuations des marchés.

Affranchie des contraintes réglementaires internationales et bénéficiant d'un contexte général favorable au marché et aux activités de services, la finance étend d'autant plus facilement son emprise sur la société qu'elle trouve dans les technologies de l'information et des communications un relais d'une puissance sans précédent.

20. Le dilemme en soi n'est pas nouveau : cf. le débat qui a opposé dans l'Angleterre du début du XIX^e siècle les partisans du « banking principle » à ceux du « currency principle », in Guggenheim, Thomas, *Les théories monétaires préclassiques*, Genève, Droz, 1978.

21. Cet accord d'une extrême technicité peut être vu comme l'embryon d'une nouvelle gouvernance financière internationale : à ce propos, voir l'éditorial du n° 21 de la revue *Finance & the Common Good/Bien Commun (op. cit.)*, consacré à cet accord qui, à bien des égards, pose le cadre d'un nouveau Bretton Woods.

L'informatique : l'euphorie technologique

Parmi les facteurs qui ont indiscutablement aidé à l'extension des activités financières, les technologies d'information et de communication (TIC) occupent une place de premier plan. En effet, les années de l'euphorie du « tout-à-l'économique » coïncident, jusqu'à aujourd'hui, avec l'engouement pour la télé-informatique. Par cet engouement s'exprime – une fois de plus – la foi rationaliste caractéristique de notre époque. Les TIC ont fondamentalement transformé l'organisation socio-économique du monde contemporain. Elles sont à l'origine d'une véritable révolution comparable à la révolution industrielle du XIX^e siècle. Selon l'analyse inégalée de Jacques Ellul, le système technicien dont les TIC sont aujourd'hui l'élément moteur porte en lui deux tendances : la tendance totalisante et la tendance à l'universalisation. Du fait de la tendance totalisante, la Technique – l'ensemble des techniques qu'Ellul désigne avec le T majuscule – pénètre tous les domaines de l'existence tant individuelle qu'économique et sociale au point de devenir une membrane, une interface, un médiateur qui empêche tout contact direct de l'homme avec son environnement non seulement naturel mais aussi social. Quant à la tendance universalisante, elle désigne la capacité du système technicien (la Technique) à s'étendre aux dimensions du monde²².

Les activités financières ont été parmi les premières à s'emparer des nouveaux outils, à les exploiter mais aussi à s'adapter à leurs exigences et à leurs possibilités de manière à en retirer les plus grands avantages. Ainsi, le développement des TIC durant le dernier quart de siècle a indiscutablement stimulé le basculement des systèmes financiers – tant au niveau national que mondial – vers plus de marché (cf. ci-après la partie II). La finance a profité aussi bien de l'essor des techniques de communication et de transmission que de l'explosion des capacités de stockage et de traitement de l'information. Même si ces deux aspects convergent aujourd'hui, leur apport à l'expansion de la finance doit être distingué.

De tout temps la vitesse de transmission de l'information a été un enjeu clé pour la conduite de la guerre comme pour celle des affaires. Les techniques utilisées étaient variées, mais la vitesse était contrainte, soit par le rayon d'action des sens – vue ou ouïe –, soit par la nature du support matériel de l'information (pigeon ou messenger). La révolution a eu lieu au XIX^e siècle, quand Samuel Morse a utilisé les variations de l'intensité du courant électrique pour transmettre de

22. Ellul, Jacques, *op. cit.*

l'information. C'est donc il y a plus de cent cinquante ans que s'est opéré le découplage entre la vitesse de transmission de l'information et celle du déplacement de son enveloppe matérielle. Pour que les télécommunications changent la société, il fallait que deux problèmes trouvent des solutions : l'une technique et l'autre socio-économique. Il a fallu quelques décennies d'inventions et d'améliorations pour que le téléphone et le télégraphe pénètrent la société et deviennent des compagnons indispensables de la vie de tous les jours, des personnes comme des entreprises. En élargissant le rayon d'action des acteurs, l'extension du réseau a changé leur rapport à l'espace, et elle a permis la coordination en temps réel d'activités éloignées les unes des autres. Le bouclage en temps réel a, en conséquence, augmenté la puissance de coordination hiérarchique et l'efficacité des centres de décision où l'information s'est mise à converger, ce qui, à son tour, a favorisé la concentration du pouvoir économique stimulée par la globalisation.

La finance a été l'une des premières utilisatrices des nouvelles technologies tirant parti des lignes de transmission de fac-similé mises en service en France dès 1870, qui ont été utilisées principalement par les courtiers financiers. Il en allait de même des premières connexions transatlantiques et du premier câble téléphonique sous-marin entre Londres et New York inauguré en 1956. Ainsi, la mise en place des capacités de communication de longue distance a accompagné l'extension internationale du réseau des banques et a précédé de quelques années à peine l'apparition massive des euro-dollars dont il a été question plus haut²³.

Dans un monde bâti autour de la promesse selon laquelle « le commerce adoucit les mœurs », la baisse continue des coûts de transmission de l'information « anéantit » définitivement l'obstacle de la distance et prend par conséquent une connotation éminemment positive. La conjonction des avancées techniques et politiques a donné un avantage sans précédent à l'expansion d'activités dont l'information est la matière première. Parmi toutes les activités financières, la transaction – c'est-à-dire l'achat et la vente de titres – repose quasi exclusivement sur le traitement de l'information standardisée. Dès le moment où le progrès technique et les efforts de standardisation entraînent une baisse sensible des coûts de traitement et de transmission, le nombre d'acteurs pouvant participer en temps réel aux

23. O'Brien, Richard, *Global Financial Integration: The End of Geography*, New York, Council on Foreign Relations, 1992; Goldfinger, Charles, *La géofinance*, Paris, Seuil, 1986; Cairncross, Frances, *The Death of Distance*, Boston, Harvard Business School Press, 1997.

transactions elles aussi standardisées, même à l'autre bout du monde, s'accroît théoriquement de manière infinie. Toutefois, pour préserver la fiabilité du marché ainsi étendu, encore s'agit-il de limiter l'accès aux transactions et de n'y admettre que les acteurs solvables et dignes de confiance. Seul un nombre limité de participants habilités est ainsi admis à traiter directement, les autres protagonistes intéressés devant passer obligatoirement par ces intermédiaires (cf. plus bas).

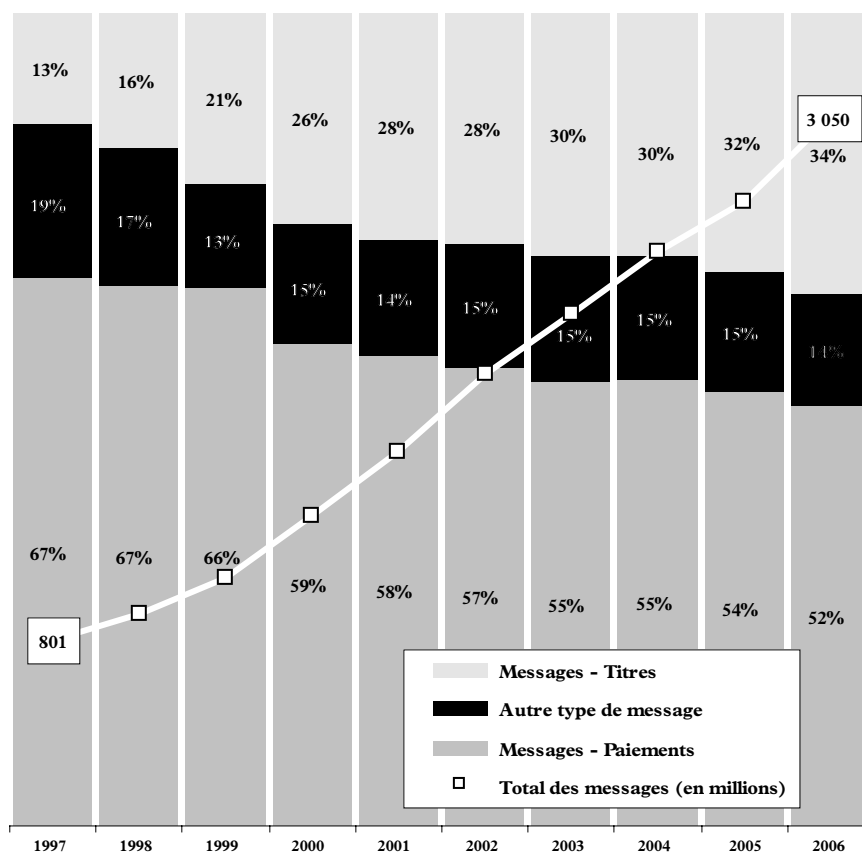
Après l'extension fantastique de l'accès aux intermédiaires financiers et indirectement aux marchés eux-mêmes, notamment du fait du boom Internet des années 1990, est venu le temps de la consolidation. En effet, les marchés financiers organisés se sont eux-mêmes métamorphosés. De coopératives dont les intermédiaires habilités étaient les membres, ils sont devenus pour la plupart des sociétés cotées au même titre que d'autres entreprises. Cette transformation a ouvert la voie à un jeu d'alliances et de consolidations. Aujourd'hui ce processus de regroupement au niveau mondial des marchés financiers autour d'un nombre limité de pôles de transactions est en cours, comme en témoigne l'alliance devenue effective en 2007 entre Euronext (issue de la fusion entre 2000 et 2002 des bourses d'Amsterdam, Bruxelles et Paris avec les bourses portugaises) et le prestigieux New York Stock Exchange.

Le réseau SWIFT

En créant en 1973, la Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, plus connue sous le nom de SWIFT, les 240 banques fondatrices voyaient loin. Craignant à terme d'être noyées dans un déluge de messages telex de transferts de fonds, elles prennent les devants pour automatiser le trafic des paiements interbancaires. Elles prévoient de se doter à terme d'une capacité d'acheminement de 300 000 messages par jour, avec un temps de transit de 30 minutes.

Aujourd'hui, trente-cinq ans après, le SWIFT achemine un peu moins de 3 milliards de messages par jour à ses 2400 membres, avec un temps de transit de quelques secondes. Entre 1991 et 2006, le nombre de messages acheminés a été multiplié par un facteur de 8, alors que pendant cette période le produit mondial brut (nominal) était multiplié par un facteur de 2. En 2006, plus du tiers (34 %) des messages acheminés concernait des transactions sur papiers-valeurs, cette proportion étant en (très) forte croissance depuis le milieu des années 1990.

Figure 1 : Messages acheminés par le réseau SWIFT



© Observatoire de la finance, 2008 [www.obsfin.ch]
Données primaires: SWIFT, Rapports annuels

L'exemple de SWIFT, un parmi de nombreux autres possibles, suggère que les TIC dans un premier temps se sont greffées sur le fonctionnement de la finance pour ensuite, dans un second temps, le transformer et le structurer en profondeur. Ainsi, les institutions financières ont intégré la donnée technologique dans leur développement, comme en témoignent l'accès via Internet des clients, l'automatisation des agences bancaires, la multiplication des cartes de paiement ou des distributeurs de billets. De nouveaux acteurs sont nés dans le sillage technologique, notamment – mais pas seulement – les courtiers boursiers en ligne.

L'entrée de l'informatique dans les institutions financières a permis aux plus grandes de bénéficier d'avantages concurrentiels appréciables liés aux économies d'échelle. En effet, les sommes qui sont nécessaires aujourd'hui pour maintenir, développer et garantir la sécurité de l'ossature informatique des institutions financières sont colossales et ne sont pas à la portée de tous. Les volumes d'investissements sont, sans doute, comparables aux immobilisations jadis caractéristiques des « industries lourdes » traditionnelles. Toutefois, ces dépenses n'apparaissent que très partiellement dans les bilans parce qu'en grande partie elles relèvent des dépenses opérationnelles et sont comptabilisées comme telles.

L'extraordinaire capacité de traitement et de stockage des données a permis aux institutions financières de développer des services et des compétences totalement nouvelles, que ce soit dans le domaine des paiements, dans celui de la gestion des comptes des clients, dans le développement des modèles de stratégies de placement, dans la gestion des fonds qui leur sont confiés et bien d'autres encore. Grâce aux TIC, de nombreuses institutions financières, notamment les banques traditionnelles, ont pu diversifier leurs sources de revenus. Aujourd'hui, toutes les grandes banques tirent une part importante, et croissante, de leurs revenus des commissions liées aux services qu'elles offrent et qui sont rémunérés à l'acte. Ainsi diminue la dépendance des grandes banques par rapport à leur métier traditionnel rémunéré par la différence entre les intérêts débiteurs et créanciers.

L'accroissement des capacités de calcul, de stockage et de transmission de l'information, conjugué à la baisse des coûts unitaires et à la libéralisation internationale, a fortement stimulé l'innovation financière. Cette dernière s'est notamment traduite par la multiplication des « produits financiers », paquets plus ou moins standardisés de droits et d'obligations se référant soit à un actif sous-jacent, soit à une transaction. On a assisté à la prolifération des transactions et des

produits financiers tels que les instruments hybrides, synthétiques, évolutifs ou conditionnels comme les swaps, les options, les warrants ou les convertibles. L'innovation financière constitue une dimension importante de la financiarisation et sera abordée dans la seconde partie. Cela étant, pour la suite de l'argument, il est important de souligner que c'est par le biais d'une innovation financière débridée, dopée par les possibilités technologiques, que la finance fusionne avec la monnaie, devenant ainsi une préoccupation de politique monétaire.

L'éclatement de la monnaie

En dépit des bibliothèques qui lui ont été consacrées au long des siècles, la monnaie reste une énigme. Parmi les nombreuses contributions, celle de Simmel est particulièrement féconde. Sociologue et philosophe, Georg Simmel s'interrogeait à la fin du XIX^e siècle sur la nature de la monnaie, ou plus précisément sur ce qui constituait son essence, sa dimension ou caractéristique invariable dans le temps et l'espace, et sur ce qui relevait d'aspects plus accidentels, liés au contexte et aux circonstances. Ses travaux l'ont conduit à une double conclusion. D'une part, l'essence de la monnaie se résume à sa fonction de facteur établissant les relations d'échange entre objets; d'autre part, dans cette fonction, la monnaie pourrait être totalement dépourvue de substance matérielle – être un signe pur. À l'époque, une telle perspective semblait irréelle à Simmel, tant il est vrai que les conditions techniques de l'époque ne permettaient pas encore de l'envisager²⁴.

L'apport de Simmel est fondamental puisqu'il débouche sur l'identification de deux composantes complémentaires dans ce qui permet à une monnaie donnée de fonctionner : la forme (objet ou signe) et l'institution sociale dans laquelle cette forme circule et qui contribue à lui donner son sens. En effet, dit-il, quelle que soit sa forme, l'usage de la monnaie atteste la présence d'un tiers dans tout paiement. Par l'intermédiaire de la monnaie, ce tiers (l'émetteur ou le garant de la monnaie : roi ou société) se porte garant du

24. Simmel, Georg, *The Philosophy of Money*, Londres, Routledge and Kegan Paul, 1978; Crump, Thomas, *The Phenomenon of Money*, Londres, Routledge and Kegan Paul, 1981; Bichot, Jacques, *Huit siècles de monétarisation*, Paris, Economica, 1984; voir aussi *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 4, été 2000, intitulé « The Break-up of Money », et Dembinski, Paul H. et Perritaz, Christophe, « Towards the break-up of money. When reality – driven by information technology – overtakes Simmel's vision », in *Foresight*, vol. 2, n° 5, octobre 2000.

pouvoir d'achat et, par conséquent, transforme l'échange à l'origine passé entre deux parties, en un fait social. C'est la présence du tiers qui rend la monnaie parfaitement transmissible et lui donne, en retour, son statut d'« équivalent général » par la confiance tout aussi générale dans le pouvoir d'achat que cette présence inspire. Selon Simmel, la confiance dans l'ordre monétaire a toujours un double ancrage : la forme de la monnaie elle-même et l'institution sociale. À partir de cette intuition de Simmel, vieille de plus de cent ans, on peut formuler l'hypothèse du « double ancrage de la confiance monétaire ». Cette hypothèse permet de comprendre la portée des transformations profondes que la monnaie est en train de subir à l'heure de la financiarisation. Ces transformations sont liées à la fois aux TIC, par le biais de l'innovation financière, et à l'abrogation du lien entre la monnaie et tout étalon qui lui serait exogène.

Selon l'hypothèse du double ancrage, pour qu'un ordre monétaire soit viable, il faut qu'il parvienne à tenir en échec trois craintes qui accompagnent tout emploi d'un moyen de paiement : la hantise de la contrefaçon, la peur de l'érosion ou de la perte de valeur, et le risque de non-acceptation (non rédemption) par un tiers. Pour prendre en charge chacune de ces trois craintes, l'ordre monétaire peut s'appuyer soit sur son ancrage lié à « la forme » de la monnaie, soit miser sur l'ancrage de la monnaie dans l'« institution sociale ». Ce qui distingue les ordres monétaires les uns par rapport aux autres, c'est la manière dont ils mobilisent chacun de ces deux ancrages pour prendre en charge les craintes du public.

Dans la perspective historique, les ordres monétaires évoluent vers une sophistication croissante avec, à la clé, la substitution progressive de la confiance inhérente à la forme de la monnaie, par la confiance découlant de l'institution sociale, telle qu'elle est inscrite dans la loi ou dans la réglementation publique. Aujourd'hui, le signe monétaire circule sous la forme dématérialisée de l'information dans des espaces juridiquement et technologiquement structurés. Dans ces conditions, la hantise de la contrefaçon n'est plus la crainte d'un faux-monnayeur classique, mais celle d'un abus de confiance, d'une fraude bancaire ou de l'usurpation d'un code ou d'une clé d'accès aux comptes bancaires. La confiance a donc pour source non pas la forme de la monnaie, mais l'efficacité de la surveillance du trafic des paiements et la lutte contre la fraude bancaire. De même, la confiance dans la pérennité du pouvoir d'achat est liée à l'efficacité de la politique monétaire chargée de maintenir l'étalon de valeur hors de portée des fluctuations

macro-économiques, et non à la teneur en métal précieux de la pièce utilisée. Finalement, le risque de non-acceptation n'est pas pris en charge par la valeur intrinsèque de la pièce de monnaie, mais par l'obligation juridique du « cours légal » du moyen de paiement.

L'hypothèse du double ancrage fait apparaître l'architecture de la confiance caractéristique des ordres monétaires contemporains. Au fil du temps et du fait de la complexité croissante, y compris technologique, de nos sociétés, la confiance dans la procédure régissant l'ordre monétaire est devenue très nettement plus importante que celle relative à la forme monétaire tangible. Le passage à l'euro en janvier 2002 a été de ce point de vue exemplaire²⁵. Cela démontre qu'aujourd'hui la confiance dans l'ordre monétaire repose presque exclusivement sur la capacité des pouvoirs publics à s'acquitter de leur tâche de régulation et de surveillance des circuits technologiques et du maintien de la valeur par une politique monétaire adéquate.

Toutefois, c'est au moment où l'ordre monétaire s'en remet exclusivement à l'institution sociale comme source de confiance par le biais de la technologie et des procédures, que ce même ordre monétaire se structure en espaces spécialisés mais interdépendants. Chacun d'entre eux prend en charge des transactions caractéristiques de ce qu'il était convenu d'appeler les fonctions monétaires classiques. Ainsi, au sein de l'ordre monétaire contemporain émergent de plus en plus clairement deux espaces spécialisés. Dans le premier, la monnaie intervient en tant que « moyen de paiement » alors que le second espace prend en charge ce qui relève de la fonction traditionnelle de « réserve de pouvoir d'achat ». En effet, les paiements se déroulent de plus en plus au sein d'un imbroglio de connexions techniques dans lequel la monnaie-information est déplacée d'un compte à l'autre. Quant au maintien dans le temps de la valeur des encaisses oisives (épargne), la fonction de réserve de pouvoir d'achat de la monnaie est de plus en plus clairement assumée par le jeu de supports variés que sont les divers actifs financiers.

Les paragraphes consacrés à la technologie ont montré comment le trafic des paiements a été progressivement intégré dans l'activité financière. À l'instar du SWIFT, d'autres statistiques sur les modalités de paiements font apparaître une augmentation continue du volume des transactions réalisées sans espèces. Les économies d'échelle liées aux infrastructures informatiques, la baisse des coûts correspondants et l'extension géographique des activités ont accéléré

25. Voir à ce sujet le n° 9 de *Finance & the Common Good/Bien Commun*, hiver 2001-2002, « Will the Euro shape Europe? ».

la dématérialisation des paiements. En opérant une connexion directe entre les comptabilités des parties à la transaction, la dématérialisation des paiements a réduit la circulation des espèces monétaires. À l'extrême, dans une économie où les comptabilités des acteurs individuels sont parfaitement interconnectées, tous les paiements se feraient par simple passage d'écritures et la monnaie, sous sa forme physique, perdrait sa raison d'être. N'existerait alors que la monnaie-information totalement encastrée dans l'institution sociale qui lui donne sens et vie. Pour reprendre la terminologie de Keynes : seule la monnaie de compte existerait alors.

La dématérialisation de la monnaie et son enfermement dans des espaces technologiques clos change la nature du paiement. Ce dernier devient un service payant, qui ne peut être effectué que par un intermédiaire ayant accès à l'espace technologique en question. Les acteurs économiques sont de plus en plus incités à passer par des dispositifs techniques pour procéder aux règlements, car les intermédiaires spécialisés ont au moins deux bonnes raisons de clore ces espaces du point de vue technologique. D'une part, cela leur permet de procéder à certaines compensations au sein même de l'espace, ce qui libère des liquidités que les opérateurs peuvent placer à l'extérieur de l'espace en question. D'autre part, les acteurs spécialisés ont intérêt à développer des espaces technologiques de paiement eux-mêmes à accès payant à cause des commissions qu'ils encaissent et des économies liées à la taille du réseau.

En conséquence, du fait des nouvelles technologies, l'espace des paiements a perdu en homogénéité si on le compare à celui du temps où les règlements avaient lieu en espèces. Il est constitué aujourd'hui par une hiérarchie de réseaux de paiements interconnectés dont l'accès est doublement verrouillé : par le prix du service de paiement et par la réputation (bonité) du payeur. L'acteur économique est admis à pénétrer dans les compartiments de plus en plus élevés de l'espace des paiements, au fur et à mesure que sa bonité financière augmente aux yeux de son agent payeur (attestée par des cartes de crédit par exemple), qui craint moins de lui faire crédit et baisse le prix de ses services²⁶.

26. Dans le compartiment le plus bas d'un tel système de paiements se trouvent les travailleurs immigrés : l'exemple des coûts de transaction facturés aux immigrants envoyant de l'argent à leur famille est parlant. Voir à ce propos le rapport *Sending Money Home? A Survey of Remittance Products and Services in the United Kingdom*, Profile Business Intelligence Ltd., 2005.

Le transfert des paiements vers un espace technologique prive la monnaie-espèce d'une partie de ses fonctionnalités traditionnelles et, donc, diminue l'autonomie de celui qui la détient. Les paiements sur Internet en sont un exemple patent. L'exclusion financière est une autre conséquence de cette situation. En effet, les couches de population non bancarisées se trouvent de fait exclues d'une partie de la vie sociale. Il n'est pas étonnant que cette situation soit combattue au niveau politique par la revendication d'un droit au compte bancaire²⁷.

À l'instar de l'espace des paiements pris en charge par le secteur privé, au sein des ordres monétaires contemporains apparaît un autre espace qui prend en charge – de manière analogue – la fonction monétaire classique de « réserve de pouvoir d'achat ». En effet, toute unité temporairement oisive de la monnaie de compte, pure information inscrite dans un espace technologiquement clos, peut facilement être transformée en un actif financier, objet de rendement et support de risque, à condition d'être échangée contre un actif financier. Par conséquent, au fur et à mesure qu'augmente l'efficacité dans la substitution des actifs financiers aux encaisses oisives, l'espace laissé à la monnaie en tant que « réserve de pouvoir d'achat » s'amenuise. Cette fonction est reprise par le second des espaces spécialisés: l'espace de la finance. En effet, l'innovation financière dopée par les possibilités technologiques a contribué à l'extension de la variété d'actifs financiers plus ou moins liquides et pouvant remplir des fonctions quasi monétaires. Cette évolution a donné naissance à tout un continuum de supports de valeur qui ne sont pas de la monnaie au sens classique du terme. La délimitation précise entre le monétaire et le non-monétaire est d'ailleurs tellement ténue que certaines banques centrales n'hésitent pas à parler de « quasi-monnaie ».

Ainsi, dans les ordres monétaires contemporains, les encaisses oisives n'existent plus, tout avoir momentanément inutilisé déposé auprès d'une institution financière devenant immédiatement un actif financier. C'est donc l'ensemble de ces actifs et le va-et-vient de la valeur entre eux qui assument aujourd'hui la fonction de « réserve de pouvoir d'achat ». Il y a donc bien fusion entre monnaie et finance, qui devient par conséquent une composante de fait de

27. *Access to Financial Services: Strategies towards Equitable Provision*, Final study (5th International Conference on Financial Services, Goeteborg, 22/23 September 2000), Hamburg, Institut Für Finanzdienstleistungen, 2001.

l'ordre monétaire. Cette fusion, qui s'apparente aussi parfois à la confusion, pose un problème de première importance, celui du statut de l'ordre monétaro-financier émergent. En effet, traditionnellement, la préservation et plus largement le maintien de la confiance dans l'ordre monétaire relevaient de la puissance publique alors que la pérennité de la finance ne concernait que les intérêts et les responsabilités privés. Or, l'ordre émergent est un ordre monétaro-financier mixte, se trouvant donc par définition à cheval entre le domaine public et le domaine privé.

Traditionnellement, la préservation du pouvoir d'achat de la monnaie par la maîtrise du volume en circulation est une des fonctions-clés de la banque centrale. Or, ceci suppose qu'une distinction soit possible entre ce qui est monnaie et ce qui ne l'est pas. Quand une telle distinction s'avère problématique, comme c'est le cas aujourd'hui, tant sur le plan conceptuel que technique, la politique monétaire est privée de ses principaux repères quantitatifs. En témoignent par exemple les révisions continues de la définition statistique des agrégats monétaires²⁸. Les banques centrales ont répondu à cette perte de repères par la modification de leurs objectifs. Elles ont ainsi abandonné toute référence quantitative à la circulation monétaire pour se focaliser sur la lutte contre l'inflation. Or, l'émergence du nouvel ordre monétaro-financier éclaire la question de l'inflation d'une manière nouvelle : l'inflation se manifeste-t-elle uniquement au travers des mouvements des prix à la consommation, ou bien se traduit-elle aussi par les fluctuations des cours des actifs financiers ? Aujourd'hui, les banques centrales hésitent mais la question est désormais posée²⁹.

Par ailleurs, la surveillance prudentielle du système financier et des techniques utilisées par les principaux acteurs et des marchés relève aujourd'hui plus clairement que jamais de la responsabilité publique³⁰. Ceci reflète une réalité : ces éléments sont devenus des composantes de plus en plus importantes de l'ordre monétaro-financier. L'extension récente des responsabilités du secteur public dans le domaine de la finance date des années 1990. Elle témoigne du caractère irréversible de la fusion entre le

28. Dembinski, Paul H. (dir.), *Économie et finance globales. La portée des chiffres*, New York et Genève, Nations Unies, 2003.

29. L'ouvrage *Marchés financiers : une vocation trahie ?* (*op. cit.*) a été l'un des premiers à attirer l'attention sur le fait que les indices boursiers pouvaient exprimer une hausse du cours de type inflationniste.

30. Voir le livre de Padoa-Schioppa, Tommaso, *Regulating Finance, Balancing Freedom and Risk*, Oxford, Oxford University Press, 2004.

monétaire et le financier, et de l'extension, de fait, de la responsabilité politique des banques centrales, par-delà la monnaie au sens strict, à la finance. En effet, en forçant un peu le trait, on peut dire qu'au temps de Bretton Woods, la monnaie – sa stabilité interne et externe – relevait de la sphère publique, alors que la finance appartenait avant tout à la sphère privée. Aujourd'hui, en dernière analyse la finance relève, au même titre que l'ordre monétaire traditionnel, de la vigilance et de la responsabilité publiques. Les événements qui ébranlent depuis le mois d'août 2007 la finance mondiale, mettent les banquiers centraux dans l'embarras : faut-il préserver la stabilité financière en renflouant tel ou tel acteur ou segment de marché menacé par l'illiquidité, au risque de contribuer à une poussée inflationniste, ou bien faut-il se concentrer sur les risques inflationnistes classiques, au risque de contribuer à une crise financière ? L'existence même du dilemme suffit à montrer qu'il y a bel et bien eu ces dernières décennies fusion entre la finance et la monnaie.

Avant d'aborder, dans la deuxième partie, le processus de financiarisation en tant que tel, il faut encore passer en revue les profils des principaux acteurs et institutions qui ont été le fer de lance de la financiarisation avant de terminer, dans la troisième section de la présente partie, par l'analyse des motivations et plus généralement de la *Weltanschauung* qui animait les acteurs de ces transformations. Au long de ce parcours, nous nous éloignerons de plus en plus de l'économie pour nous rapprocher de la philosophie sociale.

1.2 LES ACTEURS ET LES INSTITUTIONS

Pendant les « années euphoriques » se sont progressivement mises en place les conditions propices à ce que la finance devienne l'un des principes organisateurs des sociétés. Lors de cette progression, l'« esprit de la finance » et les techniques correspondantes ont irrigué l'ensemble de la société au travers de l'action d'entreprises spécialisées, dirigées par des personnes mues par une vision du monde et une philosophie de l'action spécifiques. De la conjonction entre le contexte politique, réglementaire et technologique est née une dynamique auto-amplificatrice alimentée par l'efficacité croissante des entreprises et la généralisation d'une *Weltanschauung* justifiant la financiarisation.

Le marché – une mécanique pour inspirer la confiance

Le marché organisé a une longue histoire dans la civilisation occidentale. Avant que la théorie de la concurrence pure et parfaite ait été formalisée à la fin du XIX^e siècle, les praticiens des affaires et du commerce savaient d'expérience que le marché, en tant qu'institution sociale, pouvait s'acquitter de deux fonctions complémentaires : l'information des partenaires potentiels sur les conditions d'offre et de demande, et l'élaboration du prix d'équilibre qui était aussi celui qui assurait le nombre le plus élevé de transactions. Pour que le marché puisse s'acquitter de ses deux fonctions, il faut en prendre soin. Ainsi, de tout temps le lieu, la date et le mode de fonctionnement des foires et marchés périodiques ont fait l'objet de la plus grande sollicitude à la fois des marchands eux-mêmes et du prince. Ce n'est donc pas par hasard que les itinéraires des marchands sillonnant le monde se croisaient à des dates et en des lieux précis, ce qui permet la tenue des marchés.

L'élaboration progressive de standards de qualité, de poids ou de composition a permis, vers la fin du XIX^e siècle, aux marchés de biens de se spécialiser au point où la présence de l'acheteur devenait de moins en moins indispensable. Parallèlement, il a fallu garantir la transparence et l'impartialité du processus d'élaboration des prix. En effet, la standardisation des objets de transaction ramène le besoin d'information à la simple question du prix et de la quantité. Le renforcement des procédures et de la surveillance des marchés a été indispensable à l'extension du rôle des bourses de marchandises et à leur financiarisation, notamment par le biais des contrats à terme d'abord et des instruments dérivés ensuite.

Contrairement au marché des biens et services qui traite d'objets ou de prestations tangibles, les transactions financières portent sur de l'intangible, sur des promesses et des engagements. Tous ces contrats tirent leur signification et leur valeur d'un contexte d'interprétation dont l'ordre juridique est le garant. Aussi les sources de la confiance débordent-elles du cadre strict du marché, lieu de transaction, pour s'étendre à l'avant et l'après-transaction. En plus de l'organisation elle-même du marché, de son contexte réglementaire et de l'environnement juridique, c'est le comportement des opérateurs qui construit (ou détruit) progressivement la confiance. Il s'agit là d'un équilibre fragile entre l'enveloppe formelle et l'enveloppe informelle du marché financier. Dans un discours historique, le 15 juillet 2002, Alan Greenspan, à l'époque président de la Réserve fédérale américaine, a exprimé de manière particulièrement

claire ses craintes quant à la pérennité de cet équilibre fragile : « Des marchés efficients ont besoin d'informations précises pour jouer leur rôle en matière d'allocation de capital et d'autres ressources, et les opérateurs du marché doivent avoir confiance dans le caractère transparent et juste de notre mode de transaction, essentiellement volontaire. Même si les relations d'affaires sont régies par le droit et le contrat, il suffirait qu'une part même modeste des transactions doive être réglementée de manière contraignante pour engranger et donc paralyser les tribunaux. Dès lors, notre système de marché dépend fortement de la confiance dans la parole de nos collègues et de tous ceux avec qui nous sommes dans une relation d'affaires. L'effet de la falsification et de la fraude est hautement destructeur pour le capitalisme et pour les fondements de notre société. »

Durant les « années euphoriques », de nombreux pays en transition ou en développement se sont dotés ou ont modernisé, souvent sous l'instigation de la Société financière internationale (filiale de la Banque mondiale), leurs marchés financiers. Ces pays ont importé le contexte réglementaire et juridique en s'inspirant des meilleures pratiques internationales. Pourtant, en dépit de cette sophistication formelle, peu d'entre eux ont inspiré une confiance durable aux investisseurs étrangers. Aussi, au moindre soupçon, les capitaux étrangers quittent-ils le pays. La Russie, la Turquie, l'Ukraine ou la Thaïlande ont fait, durant la dernière décennie, l'amère expérience de crises amplifiées par la brusque liquidation des positions étrangères³¹.

À l'instar de l'ordre monétaire, le marché financier doit être ancré dans la confiance pour fonctionner et se développer. Durant les « années euphoriques », les points d'ancrage de la confiance dans les marchés financiers se sont quelque peu déplacés et raffermis comme cela avait été le cas pour l'ordre monétaire. Ces changements se reflètent dans trois motifs d'inquiétude que les participants pourraient avoir à l'égard d'un marché organisé. Ces inquiétudes correspondent d'ailleurs aux hantises auxquelles tout ordre monétaire se doit de faire face.

Le premier risque, on l'a vu, est celui de « contrefaçon » qui correspond, dans le cas du marché financier, à la hantise de voir le marché admettre à la cote des titres de qualité incertaine, voire dépourvus de valeur. Les autorités de marché – qui dans la plupart des pays occidentaux sont des organismes privés étroitement supervisés

31. Dembinski, Paul H. et Vauthey, Patrick, « La bourse dans la transition : l'expérience de Varsovie », in *Revue d'études comparatives Est-Ouest*, vol. 25, n° 1, 1994, p 59-79.

par la puissance publique – prennent en charge ce risque en imposant des exigences très strictes en matière d'information à l'ensemble des titres cotés. Ces exigences portent sur la périodicité, la validation et le niveau minimal de détail de l'information comptable requise, laquelle à son tour est normalisée. Des sanctions exemplaires, comme celle imposée à Arthur Anderson au moment de l'affaire Enron, sont appliquées de manière à dissuader tout contrevenant³².

À partir de cette information que l'on pourrait qualifier de primaire, toute une panoplie d'acteurs spécialisés – agences de notations, conseillers, experts – produisent de l'information secondaire, explicitement préparée à l'intention des clients moins professionnels. Ainsi, les marchés organisés ne traitent que certains titres qui correspondent aux exigences de qualité en matière d'information. Les autres actifs financiers et contrats s'échangent exclusivement de gré à gré, entre professionnels, ou sont destinés aux « investisseurs qualifiés », selon une terminologie récemment inscrite dans la législation suisse, sans faire appel direct au public, par définition moins expert et plus facilement crédule. Il en va ainsi, par exemple, des *hedge funds*, des fonds de *private equity*, des devises, ou encore de la grande majorité des produits dérivés ou structurés³³.

Le second risque pour un participant au marché financier concerne les conditions de vente d'un titre coté. Ce risque correspond à celui de non-rédemption (non-acceptation) dans le cas de la monnaie. Contrairement à l'ordre monétaire qui prend en charge ce risque en imposant un cours légal, le marché financier ne peut que limiter le risque en assurant une certaine liquidité. L'importance de la liquidité minimale vient du fait qu'elle rassure les porteurs de titres sur la possibilité de se dégager dans des conditions raisonnables. Il n'y a pas de mesure miracle pour assurer la liquidité, mais un certain nombre de gages peuvent être mobilisés, notamment la profondeur du marché. L'importance de ce facteur explique en partie la course à la concentration à laquelle se livrent les principales places financières mondiales. Un autre gage est l'obligation – limitée – qu'ont les organisateurs du marché à intervenir avec leurs propres moyens pour atténuer les disparités entre les ordres de vente et

32. *Enron and World Finance: A Case Study in Ethics*, sous la direction de Dembinski, Paul H., Bonvin, Jean-Michel, Cornford, Andrew et Lager, Carole, Londres, Palgrave, 2005. Voir aussi *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 18-19, printemps/été 2004, « Enron and the World of Finance ».

33. Cela ne veut pas dire toutefois que ces actifs ne se retrouvent pas, en dernière analyse, dans les portefeuilles des « petits porteurs » par l'intermédiaire notamment des parts des fonds d'investissements auxquels ils auraient souscrits.

d'achat. Finalement, dans des situations graves, les autorités de marché ont la capacité de suspendre la cotation d'un titre, voire en cas de crise aiguë, de fermer temporairement le marché.

Une question apparentée à celle de la liquidité est celle de la « qualité » du prix élaboré par le marché. La théorie voudrait que le marché soit le point unique où convergent TOUS les ordres d'achat et de vente d'un titre. Grâce à l'information ainsi concentrée, le prix du marché aura la qualité de la perfection puisqu'il aura intégré toute l'information disponible. Le passage de la théorie à la pratique est plus problématique puisqu'il se heurte à l'attrait que pourraient présenter pour certains opérateurs soit la transaction de gré à gré, soit la compensation. En effet, les compensations pré-marché sont intéressantes pour celui qui les réalise mais doublement dangereuses pour le marché organisé³⁴. D'une part, ce genre de compensation soustrait au marché un volume important de transactions et donc diminue sa liquidité ; d'autre part, il le prive d'une portion de l'information sur l'offre et la demande, ce qui diminue la « qualité » du prix que le marché élabore. Pour alimenter la liquidité mais aussi pour refléter toute information en temps réel par la variation des cours, les responsables des marchés ont progressivement augmenté l'horaire des transactions et adopté la cotation continue.

Le troisième risque enfin, qui correspond au risque de perte de valeur de la monnaie, dans le cas du marché financier se traduit par deux préoccupations différentes. La première concerne la garantie de l'égalité de tous les participants face aux variations de cours, et elle correspond donc au souci de ne pas favoriser certains participants au détriment d'autres. La seconde préoccupation est plus générale : elle porte sur la prévention des crises financières, c'est-à-dire de situations de baisses subites et prolongées de tous les cours.

Pour ce qui est de l'égalité des participants en matière d'information, les réglementations concernant les « délits d'initiés » (*insider trading*) se sont grandement affinées et les sanctions ont été augmentées. Parallèlement, les moyens techniques permettant de traquer d'éventuels contrevenants ont été très nettement accrus. Ces réglementations interdisent, sous peine de sanctions, à quiconque disposerait d'informations privilégiées sur tel ou tel titre, entreprise ou projet, d'en tirer avantage en procédant à des ordres d'achat ou de

34. Quelques très grandes banques globales envisagent aujourd'hui de développer à grande échelle un genre de « marchés maison » pour leurs clients et leurs opérations propres. La taille de ces opérateurs globaux est aujourd'hui suffisante pour justifier du point de vue économique la mise en place d'un tel dispositif.

vente. Les premiers visés sont les hauts responsables des sociétés cotées et leurs proches, les banquiers et les réviseurs, ainsi que toute personne susceptible d'avoir accès, pour des raisons professionnelles, à de l'information confidentielle. Cela étant, ni la liste de plus en plus longue d'interdits, ni les sanctions exemplaires ne parviennent à garantir durablement l'« intégrité du marché ». Il s'agit d'un bras de fer constant entre l'appât du gain facile et la confiance publique dans une institution sociale.

Pour ce qui est de la préoccupation relative à la prévention des situations de crise financières à l'instar de celles décrites par Minsky ou Galbraith³⁵, elle pourrait être mise en rapport avec les craintes inflationnistes dans le cas de la monnaie. Contrairement à la confiance dans l'ordre monétaire qui repose sur une « garantie de résultats » (absence de contrefaçons, absence d'inflation, cours légal), la confiance dans le marché financier est ancrée dans une « garantie de moyens » mis en œuvre pour assurer son fonctionnement quasi mécanique. En conséquence, la confiance des opérateurs tient non pas au niveau des cours ou aux volumes échangés, mais au fonctionnement du marché, fonctionnement transparent, stable et conforme aux procédures. Cela étant, il serait faux de prétendre que le spectre d'un effondrement des cours ou d'un assèchement subit du marché est totalement absent des esprits.

Les marchés financiers organisés, aussi globaux soient-ils, ne sont pas, par conséquent, outillés pour prévenir des crises financières et n'ont pas vocation à l'être. Tout au plus disposent-ils aujourd'hui – suite aux leçons apprises en 1987 – de quelques coupe-circuit qui devraient permettre aux acteurs de reprendre leurs esprits. Or, en cas de crise grave, de tels expédients sont inopérants sans intervention publique. Du fait de l'extension récente du financier et de sa fusion avec le monétaire, la question de la responsabilité publique en matière de prévention des crises financières se pose sous un jour nouveau. En effet, de par l'extension de la finance et ses ramifications (qui seront analysées avec plus de détails dans la deuxième partie), l'éventuelle crise financière a, aujourd'hui, une capacité de nuisance socio-économique sans précédent. En périodes de tension, comme celle qui s'est

35. Minsky, Hyman, « The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy », in *Financial crises*, textes édités par Kindleberger, Charles P. et Laffargue, Jean-Pierre, Cambridge, Cambridge University Press, 1982, p. 13-39; Kindleberger, Charles P., *Manias, Panics, and Crashes*, Londres, Macmillan, 1989; Galbraith, John K., *Brève histoire de l'euphorie financière*, Paris, Seuil, 1992.

ouverte en août 2007, les marchés financiers et même certains de leurs segments sont devenus « too big to fail », si l'on en juge par l'attitude des banques centrales, donc trop importants du point de vue systémique pour que la puissance publique prenne le risque d'un effondrement, celui-ci étant potentiellement catastrophique.

Le sauvetage du *hedge fund* Long Term Capital Management (LTCM) orchestré en 1998 par la Réserve fédérale est présenté pour l'essentiel dans l'encadré. Il s'agit d'un cas d'école qui illustre le dilemme de la puissance publique face à une situation où les risques pris par un acteur financier sont sur le point de menacer le système financier, voire l'économie. Au début de 2008, les conséquences potentiellement systémiques de la crise des crédits hypothécaires américains (*subprimes*) mettent les banques centrales face au même dilemme qu'il a y dix ans avec LTCM. Les deux termes du dilemme sont les suivants : d'un côté, tout engagement public contribue d'une part à « socialiser les pertes » et, d'autre part, entraîne des conséquences perverses à moyen terme puisqu'il rassure les opérateurs tentés par des prises de risques inconsidérées. De l'autre côté, une extension de la crise financière risque de précipiter toute l'économie dans la récession. Entre les deux termes du dilemme, les banques centrales tentent de trouver une voie moyenne : non pas sauver le marché financier de la crise à n'importe quel prix, mais atténuer, dans la mesure de leurs moyens et compte tenu d'autres contraintes, les effets de variations trop brutales de cours sur l'économie³⁶.

Too Big to Fail? – Long Term Capital Management (1998-1999)

Long Term Capital Management est un *hedge fund* créé en février 1994 à Greenwich (Connecticut) par John Meriwether, après que ce dernier eut été obligé de quitter la vice-présidence de la banque d'affaires Salomon Brothers suite à un scandale de « mani-

36. Parentau, Robert W., « Late 1990s' US Bubble: Financialization in the Extreme », in Epstein, Gerald A. *op. cit.*, p. 111-148. Cet article démontre comment, dès la crise de 1987 qui coïncidait par ailleurs avec le début de l'ère Greenspan, la sauvegarde des marchés financiers a pris progressivement place en haut du cahier des charges de la Réserve fédérale américaine au détriment même de la sacro-sainte lutte contre l'inflation. Dans la même veine, neuf ans plus tard, en décembre 1996, Greenspan faisait allusion à l'« exubérance irrationnelle » des cours boursiers, provoquant une petite correction passagère, ce qui lui a valu les foudres des principaux opérateurs. Voir aussi Padoa-Schioppa, *op. cit.*, et le compte rendu de son livre dans *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 21, *op. cit.*, p. 115-118.

pulation du marché » des bons du Trésor. Ultérieurement, un haut fonctionnaire qui a instruit ce cas de manipulation rejoint LTCM.

En s'associant des partenaires comme Merton Miller et Myron Scholes (prix Nobel d'économie 1997), l'équipe de LTCM lance un défi à Salomon Brothers et partant à toute l'industrie financière. L'aura scientifique et professionnelle de l'équipe attire et met en confiance des investisseurs : des privés (dirigeants de banques de Wall Street, partenaires et staff de LTCM), des institutionnels et aussi des fonds souverains avant la lettre (Banque d'Italie et banques centrales asiatiques). La mise minimale était de 10 millions USD bloqués pour trois ans ; peu après sa création, LTCM disposait déjà d'environ 4 milliards de dollars de fonds propres.

La stratégie de LTCM consistait à exploiter – avec de grands effets de levier – à son avantage des différences de prix entre des produits financiers très proches, et tirer ainsi parti des « imperfections du marché ». Par exemple, LTCM vendait à terme et à découvert des actifs liquides comme les bons du Trésor américain à 30 ans et se portait acquéreur de ces mêmes bons à 29,5 ans, proportionnellement meilleur marché, en espérant ainsi encaisser la « prime de liquidité » payée sur le bon à 30 ans réputé plus liquide. De plus LTCM avait aussi su tirer profit des fusions et acquisitions en prenant des positions fortes sur les cibles potentielles. En 1997-1998, les turbulences financières liées à la crise asiatique et russe ont, d'une part, limité les possibilités d'arbitrage, mettant à mal les positions et, d'autre part, ont fortement ralenti les fusions et acquisitions.

LTCM affichait une rentabilité des fonds propres, après commissions, de 29 % en 1994, de 43 % en 1995, de 41 % en 1996 et de 17 % en 1997. À la fin 1997, afin d'éviter une baisse trop grande de la rentabilité des fonds propres, LTCM remboursait aux actionnaires 2,7 milliards de dollars sur les 7 milliards dont il disposait. Avec un peu moins de 5 milliards de fonds propres (dont 1,9 contrôlé par les 16 associés), LTCM a bâti dans le courant 1998, grâce aux emprunts bancaires et à l'usage de dérivés, une exposition totale de l'ordre de 200 milliards. Quant à la position brute notionnelle de tous les contrats de dérivés ouverts par LTCM, la Banque des règlements internationaux l'estimait à fin 1998 à environ 1 000 milliards de dollars.

Le 2 septembre 1998, J. Meriwether avertissait les actionnaires que LTCM avait perdu 44 % de ses fonds propres, ce dont ils ne s'étaient pas inquiétés. Ils misaient soit sur le retournement des situations de marchés à la faveur des contrats de LTCM, soit sur l'arrivée de nouveaux actionnaires. À l'instar des autres *hedge*

funds, LTCM avait une politique d'information très restrictive : sa valeur nette n'était communiquée qu'une fois par mois et seulement aux actionnaires.

Bien que les banques apprécient l'étroite collaboration avec les *hedge funds* à cause de l'important volume de transactions généré, c'est une banque, Bear Stearns, qui devait tirer la sonnette d'alarme. Bear Stearns, banque d'affaires, agent de compensation de LTCM, lui aurait fait un appel de marge de 500 millions pour continuer à effectuer les compensations malgré l'évolution défavorable des positions. Or, un appel de marge peut être mortel en cas de manque de liquidité car il contraint à liquider d'urgence les positions dans un marché défavorable. Cette situation difficile oblige LTCM, dès septembre 1998, à chercher des solutions. Warren Buffet fait une offre de reprise du fonds dans laquelle le management perdait toute sa mise et était mis à pied. Cette offre est écartée par LTCM.

À la fin septembre 1998, la Reserve fédérale de New York convoque d'urgence une réunion des quinze institutions les plus importantes de Wall Street, liées à ou actionnaires de LTCM. Une recapitalisation de 3,625 milliards de dollars est organisée sous l'œil des pouvoirs publics, ce qui porte les fonds propres à 4,5 milliards. Lors de cette augmentation forcée de capital, la part des anciens actionnaires – dont l'équipe de direction – est ramenée à 10 %, les 90 % allant au consortium d'aide. Pour sauver définitivement LTCM, il aura finalement fallu le concours de trente-cinq autres institutions financières.

L'intervention concertée et téléguidée par les pouvoirs publics avait pour objectif de permettre la liquidation ordonnée des positions tenues par LTCM de façon à éviter la panique sur les marchés, donc à contenir le risque systémique. En effet, les autorités de surveillance n'avaient pas les moyens d'anticiper les conséquences potentielles d'une liquidation dans l'urgence des positions de LTCM. Par sa taille et par les positions individuelles qu'il détenait, notamment sur la dette publique britannique, LTCM était simplement devenu « too big to fail », trop grand pour que sa faillite ne mette pas à mal l'ensemble du système financier. Cet avis n'était pas partagé par Paul Volcker – ancien président de la Réserve – qui a clairement critiqué l'intervention de son successeur. En conséquence de quoi le Congrès s'est saisi de l'affaire et le président Clinton a créé un groupe de travail sur les leçons à tirer de la crise.

Quelques jours après la réunion de sauvetage, l'Union de banques suisses constituait une provision de 750 millions de dollars pour les pertes sur LTCM. Dans ce contexte, l'action

perdait plus de 30 % et le président du conseil d'administration M. Cabiallavetta, et deux autres hauts responsables quittaient la banque munis de confortables parachutes. Merrill Lynch, qui avait été exposée à hauteur de 1,4 milliard chez LTCM, supprimait 5 % de ses effectifs (3 400 emplois), alors que les bénéficiaires de Citigroup et de la Bank of America fondaient de moitié. ING Bank supprimait 1 200 emplois tandis que la Dresdner Bank constituait une provision de 142 millions.

La mise en cause par le Congrès de l'initiative de sauvetage par la Réserve fédérale a permis de mettre en lumière la situation des *hedge funds* qui ne relèvent pas de la surveillance bancaire et donc ne sont pas tenus aux mêmes exigences de transparence. Apparaît aussi la question de l'information lacunaire des autorités en matière de transactions de gré à gré.

Quatre mois après le sauvetage, en février 1999, les banques qui avaient épaulé LTCM se réunissaient pour constater que les fonds avancés ne seraient – sans aucun doute – pas perdus, sans pour autant que ni les échéances, ni les modalités, de sortie ne puissent être articulées. Le lendemain de cette réunion le *Financial Times* regrettait presque cette fin heureuse : « [...] l'occasion a été perdue de donner aux opérateurs financiers une leçon nécessaire sur les dangers des *hedge funds*. » À la fin décembre 1999, le consortium qui avait secouru LTCM annonçait qu'entre fin septembre et fin novembre il avait réalisé 11 % de rendement net sur les capitaux investis.

Quelles sont les leçons qui ont été tirées de l'alerte LTCM ?

(1) Dans son rapport annuel de 1999, la Banque des règlements internationaux fait état de lacunes dans la couverture statistique des dérivés traités de gré à gré. La crise LTCM a montré que les données des banques centrales sous-estimaient grossièrement les montants en jeu ;

(2) la même Banque des règlements internationaux a renoncé à proposer la création d'un « central credit registry » qui devrait permettre aux créanciers partiels de se faire une idée de l'exposition totale de leurs débiteurs tels que les *hedge funds* ;

(3) douze parmi les plus grandes banques ayant participé au sauvetage, ont créé un groupe de travail à l'enseigne du « Counterparty risk management policy group » pour proposer à l'industrie financière des standards devant permettre de prévenir des chocs comme celui de LTCM. L'objectif avoué du groupe était d'éviter, par l'autorégulation, que le Congrès n'impose des règles plus strictes ;

(4) à la demande du Congrès, le président Clinton créait un groupe de travail chargé d'élucider les faits et de proposer des mesures de surveillance et de régulation. Le groupe a remis au Congrès deux rapports : « Hedge Funds, Leverage and the Lessons of Long Term Capital Management », en avril 1999, et « Over-the-counter Derivative Markets and the Commodity Exchange Act », en novembre 1999. Le dernier rapport se borne à recommander une meilleure information des régulateurs sur les positions des *hedge funds*, notamment en instruments dérivés, en raison de leur dimension potentiellement systémique.

La lecture de ce rapport avec un recul de presque dix ans montre que tous les ingrédients systémiques de la crise de 2007-2008 étaient identifiés et connus dès la fin des années 1990.

La mécanique du marché, dont les marchés financiers représentent la version la plus achevée, s'inspire d'un idéal d'efficacité, car c'est par son fonctionnement efficient que l'économie de marché réalise l'allocation optimale des ressources. Toutefois, la rapide présentation de la mécanique du marché et de ses ressorts de confiance montre qu'il s'agit d'un ensemble délicat de poids et de contreponds censé faire prévaloir l'intérêt général que ce bon fonctionnement représente au détriment d'intérêts privés qui auraient avantage à en biaiser ou manipuler la marche. Le passé récent est riche d'exemples de telles tentatives qui vont de la manipulation des cours, à la diffusion d'informations erronées voire falsifiées, en passant par l'émission de titres dépourvus de valeur. De telles tentatives font partie de la vie quotidienne. Le maintien de l'intégrité du marché dépend non seulement du courage, de la volonté et des capacités techniques mises à disposition des autorités de surveillance et de régulation, mais aussi du respect qu'ont les protagonistes de cette mécanique fragile, en d'autres termes de la manière qu'ils ont de le considérer comme leur bien commun. En effet, à l'instar du marché financier, tout marché organisé est une institution sociale en quête permanente du niveau optimal de réglementation : un appareil réglementaire trop lourd augmente peut-être la confiance mais alourdit et limite la flexibilité du marché, alors qu'une surveillance et une réglementation insuffisantes sapent la confiance et grèvent la capacité allocative du marché. Quand les procédures s'avèrent insuffisantes ou inadaptées, lorsque les protagonistes cessent de considérer le marché comme un bien commun

qui exige respect et attention, celui-ci en tant qu'institution tremble, et avec lui tout l'ordre monétaire-financier risque d'être en émoi³⁷.

Les méga-acteurs

La transformation systémique qui a fait de la finance un des principaux principes d'organisation des sociétés occidentales a été relayée non seulement par un marché de plus en plus efficace et mieux organisé, mais aussi par l'apparition de méga-acteurs financiers. En effet, la prospérité économique des Trente Glorieuses a permis aux sociétés occidentales, notamment aux ménages, de dégager année après année, un important flux d'épargne. Une part croissante de cette épargne a été confiée aux circuits financiers, ce qui a alimenté la croissance d'institutions spécialisées. Parallèlement, l'ouverture des frontières a ouvert la voie à l'apparition de banques véritablement globales. Désormais le système financier est investi d'une mission sans précédent: préserver sous une forme relativement liquide la valeur (prolongement de la fonction de réserve de pouvoir d'achat de la monnaie) et faire fructifier l'essentiel de l'épargne accumulée au niveau mondial.

Parmi les principaux facteurs qui ont alimenté cette évolution, il faut mentionner le changement des attitudes, tant individuelles que collectives, à l'égard du financement des retraites. Le recours accru à la « capitalisation » a été une des tendances fortes de la fin du ^{xx}e siècle dans les pays développés. Ce terme désigne un ensemble d'initiatives publiques et privées qui ont poussé les ménages à constituer un « capital de prévoyance » sous forme financière à coup de prélèvements sur leur revenu disponible et à en confier la gestion à des institutions chargées de leur servir une rente, soit lors de leurs vieux jours, soit en cas de maladie ou d'invalidité. L'évolution vers la capitalisation a été rendue possible par l'érosion de l'assise politique de l'État providence qui avait financé par l'impôt, avec une forte composante égalitaire, la prise en charge de ces risques pendant les Trente Glorieuses. Ceci a conduit rapidement à une certaine individualisation des attitudes et à la

37. Une vérité triviale ressort à la surface: aussi sophistiquée que soit la procédure, la confiance ne peut faire l'économie du visage humain, de la personne et de ses valeurs. En d'autres termes, la confiance institutionnelle et mécanique, pour être solide, doit être ancrée et s'appuyer sur la confiance interpersonnelle. Les propos d'Alan Greenspan – 15 juillet 2002 – dans son fameux discours sur l'« *infectious greed* », revêtent dans ce contexte une importance extrême (voir page 49). Voir aussi l'ouvrage alarmant de Bébéar, Claude, *op. cit.*; et Plender, John, *op. cit.*

tendance à une démutualisation des risques. Par ailleurs, la capitalisation est apparue comme un moyen adapté de faire face à l'allongement de la durée de vie et au vieillissement général des populations concernées. L'expansion des fonds de pensions (obligatoires ou facultatifs), comme celle de l'assurance-vie, participent de cette logique de l'« épargne forcée ». Le caractère forcé de l'épargne est particulièrement accentué dans les dispositifs à « prestations définies ».

Les fonds de pensions – avec les assurances-vie – sont la principale institution financière à avoir grandement profité de la tendance à la démutualisation des risques. La prévoyance retraite est devenue un élément important des relations salariales au début du xx^e siècle, mais c'est surtout dans la seconde moitié du siècle que l'idée de l'individualisation par le biais de la capitalisation des contributions et prestations s'est répandue. La retraite individualisée par capitalisation établit une relation entre, d'un côté, les cotisations que l'individu et ses employeurs vont verser au long de la vie professionnelle et, de l'autre côté, le niveau des rentes qu'il va percevoir pendant sa retraite. Au cœur de cette relation, le principe de capitalisation permet de lier financièrement, par le biais de la rémunération du capital investi, la prestation qui sera versée aux cotisations³⁸. De cette manière s'articule une relation cyclique « épargne-désépargne », pour une durée qui, dans la majorité des cas, dépasse le quart de siècle. Pendant la durée de la relation, le capital progressivement accumulé est investi sur les marchés financiers où il est censé fructifier et générer une rémunération et une plus-value. Au moment de la retraite, le compte du cotisant affiche – en principe – un montant correspondant au multiple (en termes de pouvoir d'achat et non de valeur nominale seulement) des cotisations versées. La magie des calculs actuariels, amplifiée par les promesses des marchés financiers contemporains mis en effervescence par la financiarisation, a poussé nombre de pays occidentaux à introduire la capitalisation dans leur mode de couverture des retraites, parfois en réduction de la couverture par répartition. Sans entrer ici dans le débat technique sur les avantages et les inconvénients des divers modes de couverture, il suffit de constater que l'essor de la capitalisation implique automatiquement un recours accru aux actifs financiers, donc aux transactions et au marché.

La tendance à faire par voie législative de la capitalisation le mode principal de couverture des retraites repose sur une hypothèse

38. *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, Paris, OECD Publications, 1998; Davis, E. Philip, *Pension Funds. Retirement-Income Security and Capital Markets: An International Perspective*, Oxford, Clarendon Press, 1997.

macro-économique selon laquelle les coûts d'administration et de gestion des avoirs financiers sont moins élevés que les gains obtenus par cette gestion. Ainsi l'hypothèse retenue est celle de la croissance économique et de la hausse continue de la productivité. Si le rapport entre les coûts de gestion et les gains de productivité s'inversait durablement, la raison d'être et la viabilité des fonds de pensions pourraient être fondamentalement remis en cause et, avec eux, un des acquis les plus visibles de la vague récente de financiarisation des sociétés occidentales. Un tel renversement de tendance, avec ses conséquences sociales, ne pourrait laisser de marbre les autorités publiques qui n'auraient d'autre choix que d'intervenir.

C'est ainsi qu'aujourd'hui la moitié des salariés britanniques, américains ou canadiens misent sur les fonds de pensions pour assurer leur retraite. Dans les pays comme la Suisse ou les Pays-Bas cette proportion est nettement plus élevée, alors que dans les autres pays européens, ce taux augmente mais ne dépasse pas pour l'heure 10 %. Les volumes des ressources ainsi accumulées sont considérables : elles correspondent à environ 50 % du produit intérieur de la zone OCDE, et entrent pour une proportion similaire dans la capitalisation des bourses de la région. Le taux de croissance moyen sur dix ans des ressources confiées aux fonds de pensions frôle les 20 % par année, soit une progression de quatre à cinq fois supérieure à la croissance économique. Aujourd'hui les ressources accumulées auprès des fonds de pensions et autres institutions de prévoyance sont estimées à 15 000 milliards de dollars et constituent entre 30 et 60 % de l'épargne brute des ménages³⁹.

Les compagnies d'assurances, notamment d'assurance-vie et de réassurance, ont aussi été parmi les grands bénéficiaires de l'expansion de l'« épargne forcée » qui a commencé durant les Trente Glorieuses. Dans les sociétés traditionnelles, la mutualisation des risques liés au décès est prise en charge – avant tout – par la famille et le clan. C'est au XIX^e siècle, dans les pays anglo-saxons, que les comptabilités s'affinent et que naissent des mutuelles et des coopératives destinées à aider notamment les plus démunis, donc à prendre en charge le risque. Les assurances-vie contemporaines en sont de lointaines héritières. À

39. Boeri, Tito, Bovenberg, Lans, Coeuré, Benoît et Roberts, Andrew, *Dealing with the New Giants*, Geneva Report on the World Economy, Genève, International Centre for Monetary and Banking Studies, 2006 ; voir aussi *Ageing and Pension System Reforms: Implications for Financial Markets and Economic Policies*, Banque des règlements internationaux, préparé par un groupe d'experts sous la direction de I. Visco, Bâle, septembre 2005 ; et Clark, Gordon, *Pension Fund Capitalism*, Oxford, Oxford University Press, 2000.

l'instar des fonds de pensions, les assurances-vie construisent une relation avec leurs clients au terme de laquelle elles s'engagent à des prestations en cas de décès ou en cas d'atteinte à la santé avant un âge convenu à l'avance. En contrepartie, elles perçoivent des paiements réguliers qu'elles se chargent de faire fructifier. Il s'agit donc d'une « épargne forcée » (mais pas au sens légal comme cela peut être le cas pour les cotisations aux fonds de pensions) puisque, une fois la police contractée, le ménage s'engage contractuellement à cotiser dans le long terme. Aujourd'hui, les primes versées aux assurances-vie s'élèvent à près de 5 % du PIB dans les pays occidentaux, alors que celles allant aux assurances choses atteignent près de 4 %, soit un total d'environ 3 300 dollars par année et par habitant. Depuis 1980, les primes vie ont progressé en volume deux fois plus vite que le PIB mondial⁴⁰.

Le flux des primes a contribué à alimenter de manière conséquente les bilans des compagnies d'assurance, au niveau mondial. Si on en croit la base de données Thomson Financial, entre 1996 et 2006, la taille de bilans des quinze plus grandes compagnies d'assurances a été multipliée par un facteur de 4 alors que le produit mondial nominal était multiplié par 1,6 (cf. figure 2). Ces chiffres ne sont qu'indicatifs et doivent être manipulés avec une grande précaution, puisqu'ils s'expliquent, en plus de l'extension indiscutable de l'activité d'assurance en tant que telle, par les rachats d'autres opérateurs du secteur effectués par les géants de la branche. Il n'en demeure pas moins qu'en 2005 les bilans des quinze plus grands assureurs mondiaux correspondaient à 16 % du produit mondial alors que ce même groupe n'en pesait que 6 % dix ans plus tôt.

L'augmentation du volume de l'épargne confiée aux canaux financiers est aussi liée à la croissance rapide du nombre de personnes appelées « High Net Worth Individuals », c'est-à-dire de personnes disposant, en termes nets et sans tenir compte de leur résidence principale, de plus d'un million de dollars en liquide. Selon les estimations réalisées depuis plus de dix ans par la banque Merrill Lynch et Capgemini, cette population a plus que doublé entre 1996 et 2006 pour passer de 4,5 à 9,5 millions de personnes, alors que la population mondiale croissait pendant la même période trois fois moins vite (cf. figure 2). Exprimée en termes de produit mondial, la fortune liquide des HNWI est passée en dix ans de 56 à 77 %. La rapide croissance de cette population privilégiée reflète à la fois la forte croissance de l'économie mondiale, l'accentuation des inégalités de revenu avec

40. « World insurance in 2005 », in *Sigma*, n° 5, 2006, périodique publié par le réassureur SwissRe.

notamment l'apparition de rémunérations pharaoniques pour certains dirigeants de grandes sociétés et l'accentuation des rentes privées liées à l'exportation des matières premières, notamment du pétrole⁴¹.

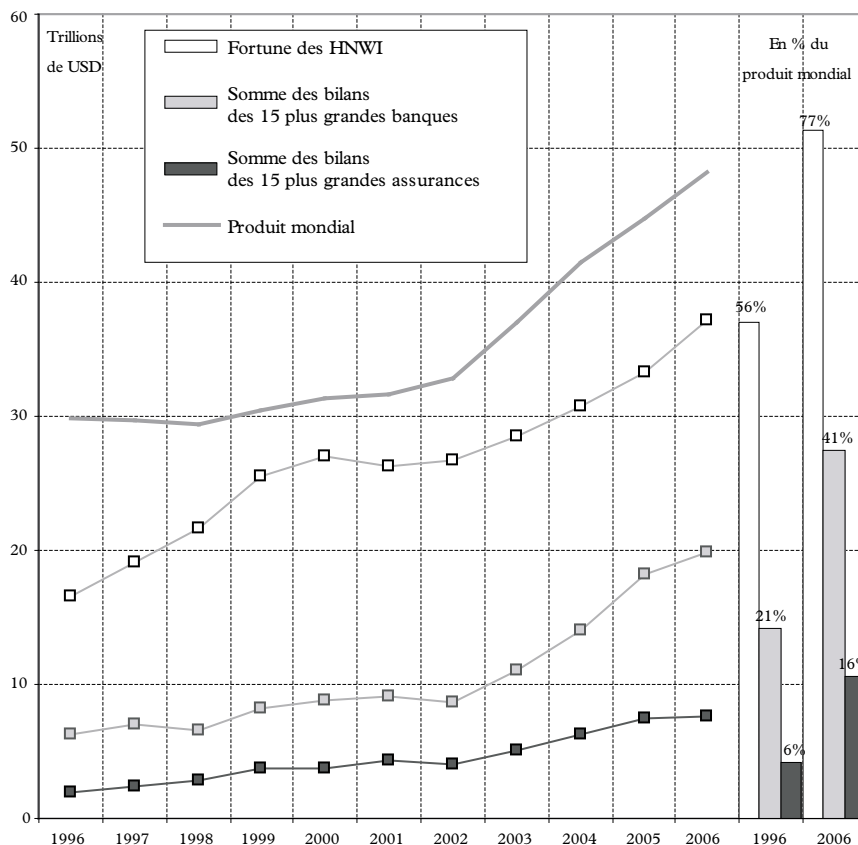
Les fonds de pensions et les compagnies d'assurances, dans une moindre mesure les individus aux liquidités considérables et les banques dont il sera question plus bas, détiennent désormais des volumes d'épargne qui doivent pouvoir être mobilisés à des échéances plus ou moins prévisibles pour couvrir des prestations contractuelles. Dans une telle perspective, la dimension de liquidité des avoirs joue un rôle primordial. Se dessine ainsi la complémentarité avec les autres institutions clés de la financiarisation que sont le marché organisé et les produits financiers. En conséquence, la mission de ces « silos d'épargne » se profile plus clairement : leur rôle n'est pas de financer directement les investissements classiques qui permettent d'accroître les capacités productives, mais se réduit au « placement » de liquidités sur le marché financier de manière à en obtenir une performance suffisante. Même si le langage courant préfère le vocable d'« investissement financier » à celui de « placement », il est important de garder présente à l'esprit la distinction fondamentale entre la notion d'investissement et celle d'investissement financier.

La consolidation progressive pendant les « années euphoriques » de silos d'épargne et leur concentration exclusive sur l'activité de placement a donné naissance à un nouveau type d'acteur économique. Cet acteur-là n'est ni entrepreneur, puisqu'il ne construit ni ne produit rien, ni consommateur, puisqu'il ne consomme pas ; il se borne à gérer la valeur dans le temps, à l'instar d'un capitaine de bateau qui doit affronter les tempêtes (financières) de l'océan déchaîné pour amener le vaisseau (de la fortune) et son chargement (de valeur) à bon port. C'est en référence à ce nouveau type d'acteur économique que s'est développée, à partir des années 1950, une nouvelle discipline scientifique, la théorie financière, dont il sera question à la fin de cette partie.

Entre le marché où s'évaluent et se traitent les actifs financiers et les silos d'épargne s'est progressivement ouvert un potentiel d'intermédiation occupé par tout un éventail d'acteurs qui se sont spécialisés au fil du temps dans divers métiers de conseil, d'évaluation et de notation, d'accompagnement et d'assistance, voire de mise au point d'instruments innovants de placement et de gestion, tels par exemple les fonds d'investissement.

41. Capgemini et Merrill Lynch, *World Wealth Report 2006*, publication annuelle depuis 1996.

Figure 2 : Montée en puissance des silos d'épargne⁴²



© Observatoire de la finance, 2008 [www.obsfin.ch]

Données primaires : Thomson Financial, Banque mondiale et World Wealth Report

42. Concernant les figures : (a) pour l'ensemble des figures nous utilisons le terme de « trillion » pour signifier 1 000 milliards (milliard = 10¹²) ; (b) toutes les données sont exprimées en dollars américains, en termes nominaux, notamment le PIB, c'est-à-dire sans correction pour effet inflationniste.

Parmi les divers métiers d'intermédiation, la gestion de fortune mérite une attention spéciale. Il s'agit d'institutions qui agissent sur mandat du détenteur des liquidités et se chargent d'en assumer la gestion au mieux de leurs compétences et de leur savoir-faire. Une part importante de l'épargne mondiale, des avoirs des fonds de pensions, de ceux des HNWI, des compagnies d'assurances, etc. sont aujourd'hui gérés par de tels « intendants ». Aussi, le volume total des avoirs sous gestion au niveau mondial équivaut-il à un multiple du produit mondial. Traditionnellement ce sont les banques privées suisses, notamment genevoises, qui ont bâti leur notoriété sur l'activité de gestion de fortune, qu'elles pratiquent pour certaines depuis plus de deux siècles. Toutefois, depuis que les silos de l'épargne ont commencé à croître, toutes les grandes banques se sont mises à la « gestion d'actifs », au « private banking » ou à l'« asset management ». Pour beaucoup d'entre elles il s'agit des activités les moins risquées et les plus rentables. En effet, la gestion de fortune n'implique pas de transfert de propriété des fonds, ce qui signifie que les sommes gérées n'apparaissent pas aux bilans des institutions de gestion, contrairement par exemple aux dépôts bancaires. De plus, les activités de gestion sont rémunérées à la commission et donc ne dépendent pas, comme dans le cas de la banque classique, de la différence entre intérêts versés et perçus. Le service fourni par la gestion de fortune consiste à élaborer la stratégie de placement financier, à exécuter les transactions correspondantes et à en assurer le suivi continu. Ainsi, l'activité de gestion de fortune repose sur la recommandation et le conseil du gestionnaire enracinés dans son expertise. Elle se prolonge le plus souvent par l'exécution des transactions recommandées ou prescrites. Dans le rapport entre le propriétaire de fonds et le gestionnaire, la confiance du premier dans la probité et l'intégrité éthique du second joue un rôle clé. En conséquence, l'activité de gestion de fortune expose le gestionnaire à une tension entre le respect de l'intérêt bien compris du client et l'attrait des commissions liées aux transactions qu'il prescrit. L'intégrité éthique est le rempart ultime qui permet au gestionnaire de fortune d'éviter le piège du conflit d'intérêts.

Les « années euphoriques » n'ont pas enlevé sa pertinence au métier traditionnel de la banque qui consiste à faire crédit sur la base des dépôts collectés. Néanmoins, le changement du contexte a conduit les banques à s'y adapter, ce qui en retour a accentué les transformations structurelles. Deux dimensions de cette adaptation méritent d'être mentionnées. La première consiste à souligner le réajustement aux nouvelles données du modèle d'affaires de la

plupart des grandes banques. Ainsi, les banques classiques ont progressivement réorienté leur « modèle d'affaires » (*business model*) pour augmenter la part des revenus qu'elles tirent de l'activité de prestataires de services : qu'il s'agisse de services de paiement, d'expertise, de conseil, de mise en relation ou encore de gestion de fortune. Bien que les données soient quelque peu disparates, la part des commissions dans les revenus des plus grandes banques se situe aux alentours de 50 %, alors qu'elle ne dépassait pas 25 % il y a vingt ans. La seconde modalité d'adaptation des banques à la nouvelle donne économique est l'internationalisation des plus grandes. Exprimée en termes du produit mondial, la somme des bilans des quinze plus grandes banques mondiales équivalait en 2006 à 41 %, alors qu'elle n'était « que » de 21 % en 1996. Avec une multiplication de la somme des bilans d'un facteur de 3,1, le produit mondial affichant une progression de 1,6 (cf. figure 2), la croissance des banques est certes plus lente que dans le cas des assurances, mais concerne des montants qui sont deux fois plus importants. Dans cette progression, l'extension internationale des activités, notamment par le biais des acquisitions, a joué une part importante. Mentionnons à titre d'exemple qu'en 2004, quinze ans après la chute du mur de Berlin, plus de 90 % de la somme des bilans des banques polonaises était passé sous contrôle étranger. C'est dire la force de pénétration des plus grands acteurs bancaires occidentaux dans des pays auparavant peu bancarisés.

L'attrait des activités génératrices de commissions et la raréfaction de l'épargne « libre » des ménages, conséquence de l'augmentation de l'« épargne forcée », n'a pas amené les banques à diminuer de manière radicale leur activité traditionnelle de dépôt et de crédit. Les banques résistent (encore) à la tentation de mettre une fin définitive à leur activité de crédit pour deux raisons : il s'agit d'abord de s'attacher une base de clientèle fidèle pour les opérations courantes, celle-là même qui génère une part importante des commissions bancaires dans le domaine de gestion de fortune ou des paiements. L'autre raison est de garder les « bonnes affaires » en matière de succession et de transmission d'entreprises, et d'opérations de crédit, notamment dans les projets théoriquement les moins risqués comme les crédits hypothécaires, ou encore de participation dans certains grands projets triés sur le volet. Il a y donc – bel et bien – une réorientation lente de l'activité bancaire vers le désengagement des risques liés aux crédits. Les événements de 2007-2008 en portent l'empreinte forte : les banques ont délibérément offert des crédits à des segments de population peu solvables pour encaisser

des commissions avant de revendre – sous forme de dérivés ou d'instruments spécifiques – les risques correspondants à d'autres acteurs du marché financier. De cette manière elles ont limité la croissance du bilan tout en acquérant une base de clientèle et en encaissant les commissions.

L'activité de crédit a tendance à échapper au secteur bancaire traditionnel, pour être reprise par des entités financières spécialisées, comme en témoigne l'augmentation de l'offre standardisée de crédit de la part de producteurs ou fournisseurs de biens de consommation durables (vente à tempérament pour les voitures et l'électroménager, prêt à la consommation dans les grands magasins, etc.) et, plus récemment, des opérateurs de l'immobilier. Du côté des entreprises, on constate le remplacement des financements bancaires par un financement sectoriel accru. Il s'agit de financements qui sont dégagés entre partenaires industriels le long d'interdépendances techniques, une grande entreprise finançant parfois le développement de fournisseurs stratégiques. Finalement – pour les grands projets – le recours direct au marché des capitaux par la voie d'émissions obligataires semble se généraliser.

Toutes les transactions financières opérées par les fonds de pensions sont au service de la relation de long terme qui les lie à leurs clients-cotisants. À première vue, on pourrait donc imaginer que les fonds de pensions remplaceraient les banques traditionnelles comme source de crédit pour les projets à long terme. En effet, contrairement aux banques exposées aux risques de demande subite de liquidité de la part de leurs clients, les fonds de pensions connaissent avec précision l'échéancier aussi bien de leurs engagements que de leurs nouveaux apports. En dépit de cet avantage sur les banques classiques, au nom de la liquidité et de la transparence, les fonds de pensions préfèrent les transactions de marché aux relations de crédit, ils préfèrent le placement à l'investissement. Utilisant les possibilités de sortie et d'entrée offertes par la liquidité, ils « gèrent » le risque et l'incertitude comme les autres acteurs, en restant sur le qui-vive, prêts à s'adapter à toute information par des ajustements *ad hoc* de leurs positions. Obligés de rassurer en permanence les assurés, les autorités de surveillance et le public sur leur « bonne gestion », les fonds de pensions ont à cœur de fournir des résultats permettant de comparer leur performance à celle du « marché », le sacro-saint *benchmarking*. En cas de sous-performance durable, les responsables encourent des sanctions personnelles ou institutionnelles. Par conséquent, et quelque peu paradoxalement, au lieu d'être des stabilisateurs du marché (comme lors de la crise de 1987), les fonds de

pensions peuvent en amplifier les hésitations. Ainsi, à l'instar des autres acteurs du marché, les fonds de pensions ont leur part de responsabilité dans ce qu'il est convenu d'appeler la bulle Internet en 1999-2000. Toutefois, les plus grands, comme CalPERS (fonds de pensions des fonctionnaires de Californie) ou le Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR) en France, sont conscients de leur poids spécifique et de l'aura qui les entoure. Par conséquent, ils sont attentifs au risque de déclencher des comportements grégaires incontrôlables parmi d'autres opérateurs. En effet, du fait de leur taille, les fonds de pensions sont à la fois maîtres et prisonniers des marchés.

Les gardiens du temple du marché

En plus des méga-acteurs de la finance, l'affinement des stratégies d'investissement a généré la demande d'instruments, de véhicules et de services susceptibles d'améliorer l'efficacité des opérations d'intermédiation. Parmi ces instruments, les fonds d'investissement occupent une place à part. Du point de vue légal, ce sont des sociétés par actions dont le patrimoine est composé exclusivement d'un portefeuille d'actifs financiers. Ainsi, en achetant une part d'un fonds qui est lui-même un actif financier, le porteur devient propriétaire d'une fraction du panier d'actifs. Le fonds d'investissement est donc à la fois pour le porteur de parts un véhicule d'investissement, comme tout autre actif financier, et une institution ou entreprise qui gère un portefeuille. Panachable et fractionnable à volonté, le fonds d'investissement permet de constituer la réplique en miniature du marché financier, voire de l'un de ses segments. Le profil du fonds est défini au moment de son lancement en référence à un secteur économique, à un type de risque ou à un mode de gestion; le fonds est ensuite construit autour d'un algorithme qui établit un lien automatique entre le profil établi et l'univers d'investissement mathématisé pour la circonstance. Vecteur de placement pour les uns, le fonds d'investissement est une source de revenus pour son équipe dirigeante. Dès lors, le prix auquel les parts des fonds sont vendues aux investisseurs financiers comporte une part de rémunération destinée aux gestionnaires du fonds, commissions qui sont plus ou moins facilement identifiables⁴³. Alors que certains fonds d'investissement utilisent en

43. Cf. Parrish, Harold, « Thoughts on the Path Forward on Financial Services Regulation », in *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 4, été 2000; voir aussi James, Kevin R., *The Price of Retail Investing in the UK*, Londres, Financial Services Authority, Occasional Paper Series n° 6, February 2000.

permanence le marché financier, soit pour ajuster la composition de leur portefeuille, soit pour mettre en valeur leur performance par voie de cotation, d'autres préfèrent la discrétion, à l'instar des fonds de « private equity » ou des *hedge funds*. Les fonds d'investissement sont un véhicule d'intermédiation dans le sens qu'ils peuvent indirectement introduire sur les marchés organisés des actifs financiers ou des stratégies de gestion qui n'auraient pas été admis à la cotation par les autorités de surveillance en tant que tels. Ainsi, c'est par l'intermédiaire des *hedge funds*, dans lesquels des fonds cotés auraient pris des positions, que les risques liés aux hypothèques américaines se sont retrouvés dans les portefeuilles de certains petits épargnants.

En plus des fonds de pensions et d'investissement, la financiarisation a suscité la demande et l'offre d'autres services financiers ou para-financiers, notamment ceux qui fournissent l'information et les analyses nécessaires à la prise de décision. Ainsi, exécutants des transactions, opérateurs de marché, banques d'investissement et d'affaires s'occupant des introductions en bourse ou des fusions et acquisitions, analystes et auditeurs, agences de notation et de rating, sans oublier fournisseurs et gestionnaires des technologies, sont autant de prestataires de services qui vivent de et par le volume des transactions sur les marchés. Tout cet ensemble de compétences assistent, encouragent et facilitent les transactions dont les gestionnaires de fortune, les fonds d'investissement, les fonds de pensions et les investisseurs privés sont les instigateurs. Ces services sont rémunérés soit par des commissions directes ou indirectes liées au volume, soit par des honoraires, soit encore par des rétrocessions. Comme certaines de ces activités, notamment en matière d'analyse, ne sauraient être directement rentables mais sont néanmoins indispensables pour accompagner les clients, se pose la question de savoir comment elles devraient être organisées par rapport aux autres prestations. Il s'agit d'être viable et, dans l'idéal du moins, de ne pas faire « tourner » les portefeuilles des clients dans le seul but de générer des commissions⁴⁴.

Le marché contemporain, lieu de transactions financières, ne peut se concevoir ni sans le socle de relations financières sous-jacentes sans lesquelles les transactions seraient sans objet, ni sans l'entourage d'acteurs spécialisés et d'intermédiaires de toutes sortes qui ont un intérêt économique dans le fonctionnement du marché. Vu de cette manière, comme rappelé plus haut, le marché cesse d'être un idéal abstrait pour devenir un ensemble plus ou moins homogène

44. Thévenoz, Luc et Bahar, Rashid (éd.), *Conflicts of Interest. Corporate Governance & Financial Markets*, Leiden, Kluwer Law International, 2007.

de procédures, de règles professionnelles, de lois, d'infrastructures et de normes, mais aussi d'intérêts souvent contradictoires et de rémunérations plus ou moins occultes. L'idéal du marché est à la fois un des piliers de la confiance publique dans l'ordre monétaire-financier – et à ce titre tous les acteurs sont unanimes pour le soutenir et le défendre –, et le lieu de leurs luttes féroces et discrètes pour s'assurer une part aussi grande que possible des formidables revenus que ce marché polymorphe génère. En effet, comme pour les systèmes de paiements discutés plus haut, le marché financier est en réalité un ensemble de connexions et de procédures aidant l'exécution des transactions et des services qui s'y rapportent. Chaque opérateur y déploie sa propre stratégie de maximisation des profits, avec pour cible le client ultime ou le concurrent. Tout comme c'est le cas dans le système des paiements, les transactions varient grandement en prix, en précision, en vitesse ou en temps de règlement. Ces différences ne sont connues avec précision que des seuls professionnels qui les utilisent – et parfois les détournent – à leur profit⁴⁵.

Les opérateurs savent qu'en dernière analyse, le roi marché est moins bien vêtu que ne le voudrait le discours de légitimation, qu'il est possible de déployer des stratégies pour l'infléchir – le temps de quelques secondes –, que les évaluations ne sont pas aussi objectives que le public ne le pense, que la comptabilité des entreprises est moins « objective » qu'on pourrait le croire. Porteurs de la confiance publique, ces méga-intermédiaires donnent l'impression, au fil des communiqués de presse et des commentaires, de se comporter comme des prêtres et des prêtresses au service de dieux grecs ou romains. Protégés par leur rôle dont ils sont en partie prisonniers, cyniques parce qu'ils connaissent l'envers du décor, ils sont parfois peu délicats et abusent de la confiance du public pour arranger leurs affaires. Le marché financier contemporain serait ainsi entouré de ses gardiens du temple, seuls autorisés à pénétrer dans le Saint des Saints et y procéder à d'ultimes conciliabules sur fond de rapports de forces invisibles. Entre le mythe et la réalité il y a un écart qui échappe à toute analyse précise⁴⁶.

45. Crockett, Andrew, Harris, Trevor, Mishkin, Frederic et White, Eugene, *Conflicts of Interest in the Financial Services Industry: What Should We Do About Them?*, Geneva/London, Centre international d'études monétaires et bancaires et Centre for Economic Policy Research, 2003; voir le compte rendu publié dans *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 17, hiver 2003-2004, p. 76-77.

46 Levitt, Arthur (with Paula Dwyer), *Take on the Street: What Wall Street and Corporate America Don't Want You to Know; What You Can Do to Fight Back*, New York, Pantheon Books, 2002; voir le compte rendu de Catherine Sauviat dans le n° 15 de *Finance & the Common Good/Bien Commun*, op. cit., p. 65-66.

La multiplication des transactions financières de gré à gré (hors des marchés organisés) montre que la financiarisation peut aussi s'accommoder de la pénombre de l'informel. À titre d'exemple, citons le « marché des changes » qui n'est pas un marché formellement organisé, mais un réseau stratifié d'acteurs connectés à des plateformes informatiques globales. Les diverses strates se distinguent par le prix du « ticket d'entrée », par le retard de l'accès à l'information par rapport au temps réel, et par le coût des transactions. Toutefois, pour briller des mille feux de la séduction intellectuelle, les opérateurs financiers invoquent sans cesse l'idéal théorique du marché organisé.

Les déficits publics et leur mode de financement

La contribution des politiques publiques à l'essor des activités financières ne doit pas être passée sous silence. En effet, les « années euphoriques » ont été pour les pays de l'OCDE placées sous le signe d'importants déficits publics. Cette situation perdure aujourd'hui avec, dans la zone euro, des entorses fréquentes au pacte de stabilité et, aux États-Unis, un déficit abyssal. Au début des années 1980 a eu lieu un changement important quant au mode de financement du déficit sur fond de lutte contre l'inflation qui était devenue l'ennemi public numéro un. Ce changement d'attitude a coïncidé avec l'arrivée au pouvoir des deux côtés de l'Atlantique de gouvernements conservateurs (M. Thatcher et R. Reagan), proches des milieux d'affaires, notamment financiers.

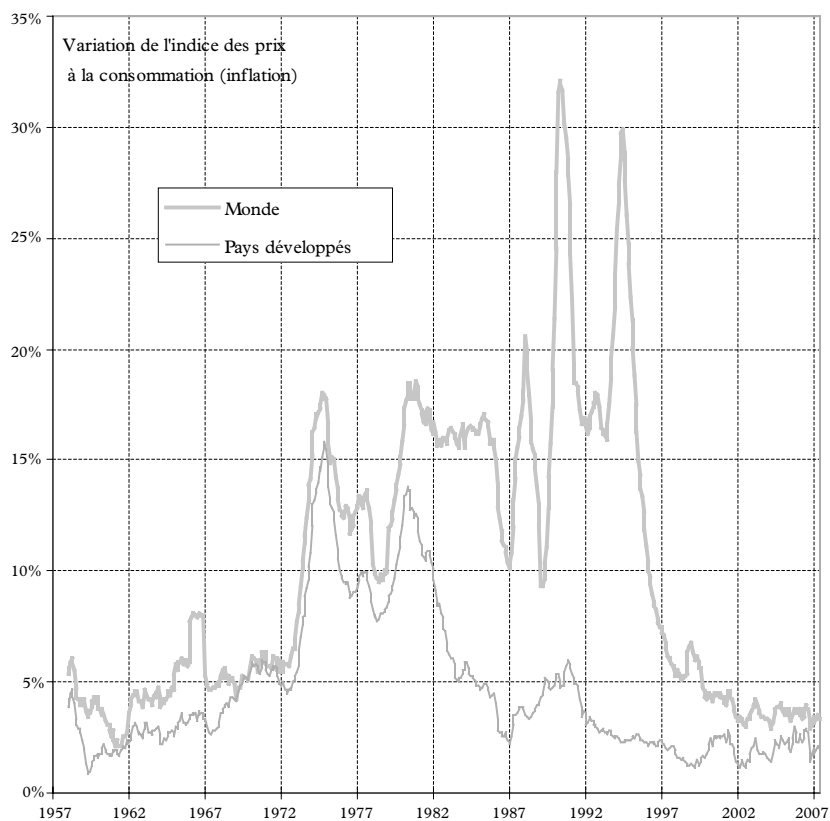
L'inflation est en effet l'ennemi juré de la finance puisqu'elle opère par érosion de l'étalon monétaire de mesure qui se trouve à la base de toute activité financière. L'inflation vicie ainsi les termes mêmes des calculs intertemporels en les rendant imprécis. En situation d'inflation, les détenteurs de liquidités ont tendance à chercher refuge ailleurs, et à abandonner des actifs purement financiers, notamment des obligations, pour prendre des positions sur des réalités moins volatiles et plus tangibles. Durant les années 1980, la croissance des marchés obligataires, notamment de la dette publique, a été encouragée par le développement de l'orthodoxie monétariste dans la gestion et le mode de couverture des déficits publics dans les pays de l'OCDE. Aujourd'hui la préservation de l'étalon monétaire contre les tendances inflationnistes est tellement entrée dans les esprits qu'elle relève presque de l'évidence. Elle fait partie de la mission de la plupart des banques centrales et relève

presque d'un dogme dont le bien-fondé n'a plus besoin d'être rationnellement validé.

Les vingt dernières années ont consacré – avec d'abord les critères de Maastricht et ensuite les exigences du pacte de stabilité fondateur de la zone euro – la victoire du monétarisme sur le keynésianisme. Le financement des déficits publics par leur monétisation plus ou moins ouverte, c'est-à-dire par la création monétaire qui entraîne des risques inflationnistes, a cédé la place au financement par endettement. Ce changement d'attitude repose sur la reconnaissance idéologiquement fondée de la primauté de la conservation de la valeur du capital prêté par rapport à la charge financière que représentent pour les finances publiques le service de la dette et son remboursement. En conséquence, le recours accru à l'endettement a naturellement conduit les gouvernements occidentaux à recourir davantage aux marchés financiers. Aujourd'hui, la dette publique nette des pays de l'OCDE se situe aux environs de 45 % de leur PIB alors que l'encours global des obligations émanant du secteur public correspond au PIB mondial (cf. figure 4). Cette évolution dans le mode de financement des déficits pousse les collectivités publiques à utiliser une part importante de leurs recettes courantes pour rémunérer leurs créanciers. De cette manière s'opère un transfert net de l'ensemble des contribuables vers les créanciers, notamment vers ces silos d'épargne qui disposent temporairement de liquidités en mal de placement. La magnitude de ce transfert de richesses qu'induit le financement des déficits par l'endettement en comparaison avec leur financement par l'inflation a été relativement peu étudiée.

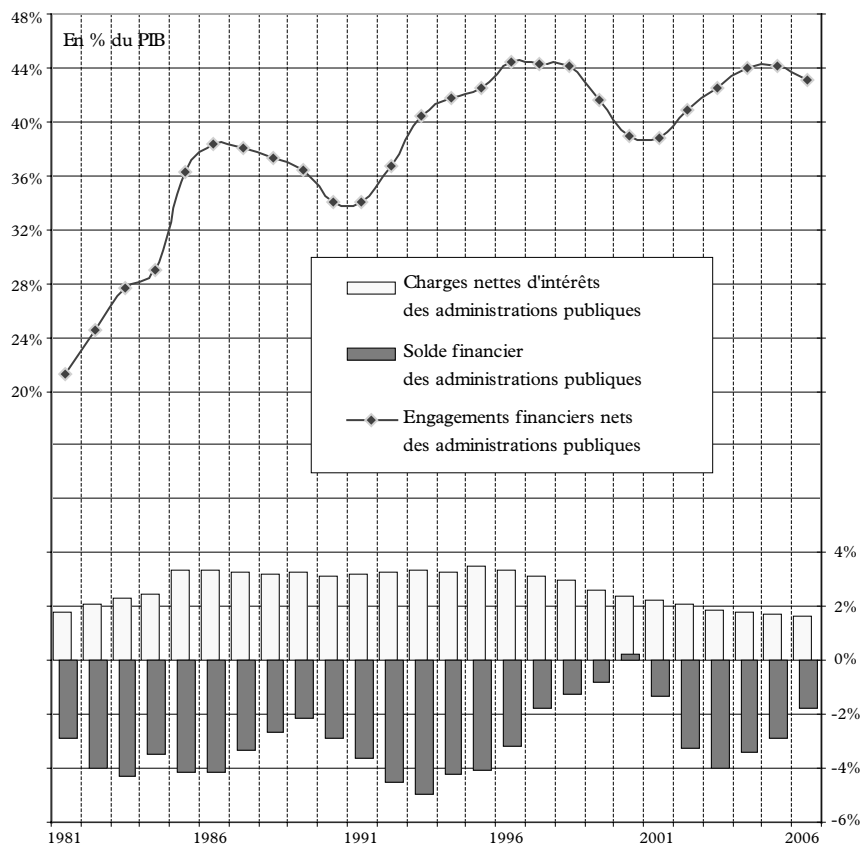
Il est important de mentionner que certains gouvernements ont accompagné leurs politiques d'emprunt de concessions fiscales importantes. Il en va ainsi, par exemple, des coupons défiscalisés des obligations émises sur les euro-marchés attirant l'épargne non déclarée. Cela peut paraître d'autant plus paradoxal que, parallèlement, ces mêmes gouvernements s'évertuent à lutter contre l'évasion fiscale. En mobilisant ainsi les ressources des euro-marchés, les gouvernements emprunteurs ont d'un côté pu contenir le coût de leur dette mais, de l'autre, ils ont indirectement contribué à déstabiliser le dispositif de Bretton Woods.

Figure 3 : Un demi-siècle d'inflation



© Observatoire de la finance, 2008 [www.obsfin.ch]
Données primaires : Thomson Financial

Figure 4: Dette publique et charge d'intérêt dans les pays de l'OCDE



1.3 LA FINANCE DANS LA *WELTANSCHAUUNG*

Les deux sections précédentes ont mis en évidence d'abord le matériau historique et ensuite les acteurs et les logiques d'action qui ont initié le processus de financiarisation. La convergence de ces diverses évolutions partiellement indépendantes est frappante. Si elle s'explique sans doute, en partie du moins, par le mode de présentation lui-même, il n'en demeure pas moins que la cohérence qui émerge est troublante. S'agit-il d'un simple hasard, d'un complot, d'une nécessité historique ou d'autre chose encore ?

Le processus de financiarisation a eu pour creuset des sociétés libres, articulées autour du respect des droits de l'homme, de la démocratie et du libre jeu du marché. La thèse du complot qu'une partie du courant marxien promeut, comme d'ailleurs celle du démiurge qui, de l'extérieur, s'imposerait à la finance, est, dans ce contexte, irrecevable. Si la finance s'est développée, c'est que non seulement elle ne heurte pas de front les principes fondamentaux des sociétés libres, mais de plus qu'elle apporte des réponses – peut-être partielles – aux besoins, aux désirs, voire aux angoisses de nos sociétés. La financiarisation aurait donc été voulue si ce n'est en tant que totalité, du moins dans ses diverses parties et composantes.

Comme toute activité économique dans le contexte du marché, le développement de la finance résulte du jeu entre l'offre de prestations et de services et la demande solvable correspondante. L'interaction étroite entre les possibilités (offre) et les besoins ou souhaits (demande) a progressivement conduit à leur interpénétration qui fait aujourd'hui office de consensus autour du rôle social de la finance. Cet état de fait s'est progressivement manifesté par des pratiques spécifiques, des institutions et des entreprises *ad hoc* et, finalement, par l'influence exercée sur l'évolution des valeurs culturelles et éthiques. C'est donc par capillarité de micro-décisions en macro-réalités que la financiarisation a progressé, pour devenir aujourd'hui l'un des principes dominants d'organisation de nos sociétés.

Les changements systémiques et institutionnels qui ont préparé le terrain et amplifié la financiarisation résultent, en dernière analyse, de l'addition de myriades de micro-décisions. Ces actes ont été posés dans des circonstances concrètes, les acteurs étant éclairés par une rationalité limitée, animés par des motivations et des logiques d'action singulières. La plupart de ces actes n'ont eu qu'un effet marginal sur l'ensemble, et néanmoins leur contribution globale a été la transformation systémique dont il est question ici.

Agissant de manière incrémentale, la nouvelle cohérence systémique résultant des actes individuels a manifestement échappé à leurs auteurs, même si ces actes ont conduit systématiquement à l'extension lente du champ des pratiques, des instruments et des techniques à l'origine propres à la finance. Au cœur de l'hypothèse du changement marginal ou incrémental qui progressivement prend une dimension systémique, se trouve la dynamique qui étendrait l'emprise sociale d'une logique d'action si cette dernière apporte des résultats concluants pour les acteurs concernés. Une telle dynamique se retrouve dans les travaux tant de Douglass North que de Michel Crozier⁴⁷. Si la financiarisation a introduit au sein des sociétés occidentales un nouveau principe organisateur qui en a transformé les structures institutionnelles, c'est parce qu'il y a eu rencontre et fécondation réciproques entre les potentialités techniques et politiques des « années euphoriques » et l'esprit du temps présent. Celui-ci s'inscrit au cœur d'une *Weltanschauung* dont il s'agit maintenant de circonscrire les composantes essentielles. De quelle logique d'action, de quelle rationalité s'agit-il ? Quels en sont les ressorts et les motivations ? Quelles aspirations et quelles valeurs la sous-tendent-elles ?

Ethos de l'efficacité

Du point de vue philosophique, la révolution rationaliste, commencée avec les Lumières et qui s'épuise peut-être sous nos yeux, a sans aucun doute « libéré » l'homme dans sa quête d'efficacité technique puisqu'elle a destitué Dieu pour le remplacer par l'homme – pour les uns individu solitaire pour les autres sociétés – et qu'elle en a fait le maître ultime de son destin. Dans cette situation, la question de savoir qui était l'homme s'est posée de manière totalement nouvelle. Les réponses quant à la « nature humaine » sont multiples. Les libéraux ont fait de l'utilitarisme individuel pacifié par le marché libre leur référence politique suprême, alors que pour les socialistes, la référence était dans le bien de la société tel que perçu par ses guides clairvoyants. Ces deux options philosophiques se sont

47. North, Douglass, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge, Cambridge University Press, 1990; Crozier, Michel et Friedberg, Erhard, *L'acteur et le système*, Paris, Seuil, 1977. Voir aussi, appliqué dans un autre contexte : Bichot, Jacques, « La personne humaine aux prises avec les structures de péché », in Dembinski, Paul, Buttet, Nicolas et Rossi di Montelera, Ernesto, *op. cit.*, p. 129-142.

affrontées, aussi de manière sanglante, durant tout le xx^e siècle. En dépit de différences politiques irréductibles, ces deux familles de pensée politique ont au moins un postulat commun : l'homme (pour les uns individu, pour les autres sociétés) est capable de choisir de manière rationnelle ses objectifs, et de manière efficace les moyens pour y parvenir. Ce postulat constitue le cœur du rationalisme politique. Selon lui, l'efficacité technique apparaît comme le moyen au service de finalités d'un autre ordre.

La même révolution rationaliste, nourrie par le cortège de découvertes scientifiques des siècles précédents, notamment les révolutions copernicienne et newtonienne, a apporté une riche moisson d'avancées techniques qui ont débouché sur la révolution industrielle et, plus largement, sur des adaptations systémiques et institutionnelles conditionnant la vie sociale encore aujourd'hui. Le « système technicien » dont Jacques Ellul décèle l'existence en plein cœur des Trente Glorieuses serait, selon ce dernier, l'aboutissement de cette évolution séculaire. Le système technicien aurait progressivement imposé à la société contemporaine sa logique (ce qui correspond, dans la terminologie utilisée ici, à la notion de principe organisateur) laquelle, selon cette analyse brillante qui n'a rien perdu de sa pertinence, peut se résumer à deux caractéristiques. D'une part, la Technique est mue dans sa dynamique de progrès par la recherche incessante de moyens nouveaux « absolument les plus efficaces à un moment donné ». Il s'agirait donc d'une quête dont l'efficacité technique absolue est la seule raison d'être ; cette quête serait naturelle à l'homme. D'autre part et par conséquent, « le système technicien ne se développe pas en fonction des fins à poursuivre mais en fonction des possibilités déjà existantes de croissance⁴⁸ ». Ainsi, contrairement aux rationalismes politiques mentionnés plus haut, Ellul voit dans la quête de l'efficacité technique un état d'esprit (qu'il nomme force) capable d'autonomie, qui n'a pas besoin d'être nécessairement encadré par des finalités externes. En proposant une telle explication, qui souligne le caractère récursif de la quête d'efficacité, Ellul rend sans objet la recherche d'autres mobiles que la performance en soi, qui lui seraient externes.

La révolution rationaliste et l'émergence du technique coïncident aux xviii^e et xix^e siècles avec l'émancipation de la sphère économique de l'emprise du politique et du religieux. Même si

48. Ellul, Jacques, *op cit.*, p. 37-38 et 263.

efficacité technique et économique ne convergent pas toujours, elles se fondent toutes les deux dans une appréhension chiffrée et prévisible du réel. Pour l'efficacité économique, la comptabilité devient la grille de lecture incontournable, alors que le développement des métiers d'ingénieur donne à l'efficacité technique ses moyens d'expression et lui permet de construire la confiance sociale⁴⁹. S'il est indiscutable que la quête de l'efficacité technique peut être une motivation en soi, comme le prétend Ellul, la motivation est plus forte quand l'efficacité technique correspond à l'efficacité économique. C'est la quête de cette double efficacité qui donne naissance à ce que l'on pourrait appeler l'« ethos de l'efficacité⁵⁰ ».

L'ethos de l'efficacité a trouvé sa plus claire expression dans l'état d'esprit qui a accompagné l'émergence de la bourgeoisie. L'analyse perspicace de Sombart oppose l'esprit bourgeois – axé sur l'efficacité économique et sur l'équilibre des comptes (contrainte budgétaire, diront plus tard les économistes) – à l'esprit aristocratique qui tire son fondement des obligations imposées par le rang, étant sous-entendu que l'intendance suivra⁵¹. C'est dans ce contexte de rationalité que s'impose la notion d'intérêt économique – rationnel et mesurable – par opposition aux désirs ou passions, démesurés, indomptables qui échappent par définition à toute quantification⁵². L'efficacité économique, à la différence de l'efficacité technique qui est objective et absolue, n'opère que par rapport à un sujet – qu'il soit individu, entreprise ou société – qui cherche à maximiser le résultat (gain ou perte). Ainsi, l'efficacité économique serait, dans la société bourgeoise, le critère ultime permettant de sélectionner parmi les solutions proposées par la technique celles qui sont dignes d'application et de concrétisation⁵³.

Il s'ensuit que l'ethos de l'efficacité se trouve aux fondements de la science économique dont le mandat a été résumé de manière lapidaire par Lionel Robbins en 1932 (l'étude des moyens pour

49. Porter, Theodore, *Trust in Numbers: The Pursuit of Objectivity in Science and Public Life*, Princeton, Princeton University Press, 1996.

50. Le Mouël, Jacques, *Critique de l'efficacité*, Paris, Seuil, 1991.

51. Sombart, Werner, *Le Bourgeois*, Paris, Payot, 1966.

52. Hirschman, Albert, *The Passions and the Interests*, Princeton, Princeton University Press, 1997.

53. On peut imaginer d'autres critères de sélection que la seule efficacité économique. Durant la Seconde Guerre mondiale et les années de la guerre froide (avec laquelle coïncident d'ailleurs les travaux d'Ellul), l'efficacité militaire a été une clé de sélection très importante. C'est d'ailleurs peut-être parce que Ellul n'a pas prêté beaucoup d'attention à la finalité militaire qu'il a posé comme autonome la quête de l'efficacité technique.

satisfaire le plus de besoins avec des ressources limitées). Aussi, « la prudence réfléchie, la circonspection qui calcule, la pondération raisonnable, l'esprit d'ordre et d'économie (au sens de la non-dépense) » sont-ils, selon Sombart, indissociablement liés à l'esprit bourgeois qui se répand dans le sillage de l'urbanisation et de la révolution industrielle. Le « capital », acteur autonome de la vie économique et séparé de ses propriétaires éventuels, apparaît progressivement comme une construction parfaitement cohérente par rapport à l'ethos de l'efficacité. Max Weber, dans son *Histoire économique*⁵⁴, analyse admirablement l'apparition du « compte de capital » qui marque l'autonomisation du capital en tant que facteur de production, mais aussi comme sujet (incarné par la construction juridique de l'entreprise en tant que « personne morale ») de l'activité économique. Avec l'« invention » du capital et son institutionnalisation dès le milieu du XIX^e siècle sous la forme de la « personne morale » – sujet autonome de droits et d'obligations –, l'efficacité économique trouve un point de référence « objectif » et indiscutable. Cette évolution marque une rupture avec la période où l'ethos de l'efficacité émergent était encore brimé par l'ethos aristocratique. Il en était ainsi aussi longtemps que la propriété n'était pas intégrale, où elle n'était pas autonome par rapport au statut, donc tributaire des aléas liés au pouvoir du prince.

L'habilitation du capital à être rémunéré et son autonomisation transforment la propriété des richesses – mobilières et immobilières – d'un accessoire lié au rang social en une source de revenus indépendante. De cette manière, le capitalisme naissant offre aux riches une nouvelle perspective, celle de vivre des revenus du capital, sujet de rémunération, et non des rentes liées au rang ou au statut social. En conséquence s'accroît encore l'émancipation de la vie économique de l'emprise du politique. Progressivement, le capitaliste libéré de toute allégeance devient le modèle des masses laborieuses, la perspective future qui enchante leur quotidien et offre l'espoir d'une vie meilleure, par l'activité entrepreneuriale notamment⁵⁵. Même si le capitaliste pur, vivant uniquement des revenus du capital, est très

54. Weber, Max, *Histoire économique*, Paris, Gallimard, 1991.

55. Cette perspective a été admirablement décrite par Zola dans *L'argent*. Hélène Vérin, dans un ouvrage sur le concept d'entrepreneur, montre remarquablement que ce dernier était à l'origine celui qui bouleversait les structures sociales – *Entrepreneurs, entreprises. Histoire d'une idée*, Paris, Presses universitaires de France, 1982.

minoritaire, il nourrit l'imaginaire et sous-tend les promesses des programmes de retraites par capitalisation.

Qu'est-ce que le capitalisme sinon une nouvelle mouture de l'ethos de l'efficacité résultant de la conjonction de l'efficacité technique et économique avec l'efficacité financière spécifique au capital, facteur de production autonome, devenu sujet du calcul ? Pour que l'ethos de l'efficacité à composante financière s'impose et se répande au point d'alimenter la financiarisation, il aura fallu que la rémunération du capital – c'est-à-dire l'application de l'ethos de l'efficacité au capital – trouve une justification morale et qu'émerge un groupe social susceptible de la mettre en œuvre. Ces deux conditions ont progressivement été satisfaites.

La rémunération du capital s'est imposée en Occident comme une norme dans la vie économique et sociale seulement après qu'elle eut trouvé une justification morale et que la porte du Ciel eut été entrouverte aux financiers. Selon la thèse séduisante de Jacques Le Goff, le purgatoire a été « inventé » durant le haut Moyen Âge justement pour ouvrir aux financiers chrétiens la perspective d'un accès au paradis⁵⁶. Pour la justification morale à proprement parler du « faire de l'argent avec de l'argent », il faudra attendre Calvin qui, dans la lettre à Sachin (1545), pose la distinction entre le prêt qui sert à l'investissement – où l'intérêt serait justifié – et le prêt d'urgence qui relève de la solidarité et ne peut porter intérêt, pour que l'intérêt devienne moralement légitime. Au fil des siècles, cette distinction est entrée dans les mœurs au point que l'Église catholique, plus réservée en la matière, préconise depuis *Vix Pervenit* (1745) la sage appréciation des situations au cas par cas⁵⁷. Cela a coïncidé avec la consolidation sociologique de la bourgeoisie pendant la révolution industrielle. Le fait que Sombart et Weber se soient opposés sur le sens du lien de causalité entre morale et sociologie n'enlève rien à la complémentarité évidente des deux évolutions.

Dans le développement du capitalisme, Sombart distingue deux étapes : celle de l'autonomisation partielle du capital où les possibilités de jouissance personnelle fixaient les limites de la rémunération

56. Le Goff, Jacques, *La naissance du Purgatoire*, Paris, Gallimard, 1981 ; et « The Usurer and Purgatory », in *The Dawn of Modern Banking*, Centre for Medieval and Renaissance Studies, University of California, New Haven & London, Yale University Press, 1979, p. 25-52.

57. Voir les articles de Lavigne, Jean-Claude, « Antoinin des Conseils, un théologien de l'usure au xv^e siècle » et de Dommen, Édouard, « Calvin et le prêt à intérêt », in *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 16, automne 2003, « Interest Rates and Moral : Religious Perspectives ».

recherchée (capitalisme naissant), et celle où la maximisation de la rémunération du capital est recherchée en tant que telle, en dehors de toute référence externe à son pouvoir d'achat ou à un quelconque besoin (capitalisme mature). Avec le capitalisme mature, la notion d'efficacité bascule. L'efficacité cesse d'être mesurée à l'aune d'un absolu (efficacité technique) ou d'une référence externe comme la satisfaction des besoins (efficacité économique), pour être mesurée par une progression mathématique. Avec l'adjonction de l'efficacité financière, l'ethos de l'efficacité s'ouvre sur l'horizon de l'accumulation infinie. C'est sur cette base que le développement de la finance a pu avoir lieu, car il s'inscrit parfaitement dans la perspective d'une course à l'infini, l'activité financière visant à assurer au capital la rémunération maximale.

Aujourd'hui, la propagation au sein de la société moderne de l'ethos de l'efficacité, notamment dans sa variante financière, est assurée aussi bien par l'éducation formelle – écoles d'ingénieur et de management ou de gestion – que par l'éducation informelle, tant la norme de productivité domine toutes les dimensions de la vie. Il en va de même du politique, dont les décisions sont guidées en grande partie par des expertises dont l'efficacité est la principale clé de lecture.

Risque et rendement : un paradigme séduisant

L'apparition au grand jour de la notion du risque et sa prise en charge par l'ethos de l'efficacité financière ont accompagné la constitution du « capital » en facteur de production autonome, sujet juridique, économique et moral. Le risque dénote la possibilité de la diminution, voire de la perte, du capital exposé aux aléas de l'activité économique. À ce titre il constitue le pendant du rendement dont il est la contrepartie négative. Bien avant que la technique du calcul des probabilités et l'étude des distributions n'amène l'opérationnalisation mathématique de la notion de risque, sa réalité était bien connue des opérateurs économiques⁵⁸. Ce sont notamment les marchands italiens du Moyen Âge qui, lors d'expéditions maritimes aux Antipodes, ont fait l'expérience des risques auxquels ils exposaient leurs biens alors qu'ils cherchaient le rendement. Des techniques financières de couverture et

58. Bernstein, Peter L., *Against the Gods: the Remarkable Story of Risk*, New York, John Wiley and Sons, 1996 ; voir aussi Walter, Christian et Brian, Eric, *Critique de la valeur fondamentale*, Paris, Springer, 2007.

de répartition des risques se retrouvent ainsi tout au long de l'histoire de la finance⁵⁹.

L'apparition de l'espace mental autonome, propre à la finance, a été très progressive. Les années 1950 et 1960 marquent à cet égard une rupture épistémologique qui va profondément affecter le *Zeitgeist* contemporain. C'est dans les travaux de Harry Markowitz que sont posées les bases de la théorie moderne de la finance. Cette théorie lie de manière unique les deux dimensions de risque et de rendement qui constituent ainsi les ressorts de l'ethos de l'efficacité. Dorénavant, c'est autour de ces deux dimensions étroitement liées que va se structurer l'espace mental aussi bien de la science que de la pratique de la finance. Voici comment Markowitz lui-même résume la nouveauté de la théorie moderne de la finance dans son discours lors de la remise, en 1990, du prix Nobel d'économie qu'il a partagé avec deux collègues : « *Primo*, cette théorie concerne l'investisseur et non pas l'entrepreneur ou le consommateur; *secundo*, elle s'applique aux agents économiques agissant dans les conditions d'incertitude; *tertio*, il s'agit d'une théorie susceptible d'orienter la pratique, au moins celle des grands investisseurs (institutionnels pour la plupart) qui disposent de bases de données et de capacités de calcul suffisantes⁶⁰. »

En conceptualisant l'« investisseur financier », détenteur de liquidités temporairement oisives, en tant qu'acteur spécifique de la scène économique, non seulement Markowitz en justifie l'existence mais le dote en plus d'une rationalité et d'un outillage propres. L'objectif principal de cet investisseur n'est pas d'acheminer les moyens vers les activités productives, mais de les gérer à l'aide d'actifs financiers de manière à en augmenter la valeur instantanée tout en maîtrisant le risque auquel elles se trouvent exposées. En posant les jalons de la « théorie du portefeuille », Markowitz ouvre devant la science économique des horizons insoupçonnés tout en restant à l'intérieur du paradigme rationaliste de cette dernière. Ainsi, les assises de la rationalité propre à l'*homo economicus* demeurent inchangées. L'*homo financierius*, qui surgit dans le sillage de la théorie financière naissante, applique

59. Favier, Jean, *De l'or et des épices. Naissance de l'homme d'affaires au Moyen Âge*, Paris, Fayard, 1995; voir aussi Halpérin, Jean, « La prohibition de l'usure et la naissance de l'assurance », in *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 16, *op. cit.*

60. Markowitz, Harry, « Foundations of Portfolio Theory », in *Nobel Lectures, Economics 1981-1990*, Editor Karl-Göran Mäler, Singapore, World Scientific Publishing Co., 1992, p. 279.

simplement cette même rationalité aux dimensions de risque et de rendement⁶¹.

La théorie moderne de la finance s'inscrit dans la lignée des percées conceptuelles qui ont commencé avec la révolution newtonienne et abouti à la « mathématisation » du réel, pièce maîtresse de notre civilisation technicienne⁶². L'analyse que fait A. Koyré de l'impact de la révolution newtonienne s'applique parfaitement à la révolution de la théorie financière: « [...] il y a quelque chose dont Newton doit être tenu responsable – ou, pour mieux dire, pas seulement Newton mais la science moderne en général: c'est la division de notre monde en deux. [...] [La science] le fit en substituant à notre monde de qualités et de perceptions sensibles, monde dans lequel nous vivons, aimons et mourons, un autre monde: le monde de la quantité, de la géométrie réifiée, monde dans lequel, bien qu'il y ait de la place pour toute chose, il n'y en a pas pour l'homme. Ainsi le monde de la science – le monde réel – s'éloigna et se sépara entièrement du monde de la vie que la science a été incapable d'expliquer – même par une explication dissolvante qui en ferait une apparence subjective. En vérité ces deux mondes sont tous les jours – et de plus en plus – unis par la praxis. Mais pour les *theoriae* ils sont séparés par un abîme. Deux mondes: ce qui veut dire deux vérités. Ou pas de vérité du tout. C'est en cela que consiste la tragédie de l'esprit moderne qui «résolut l'énigme de l'Univers», mais seulement pour la remplacer par une autre énigme: l'énigme de lui-même⁶³. »

La mathématisation du monde impulsée par Newton a entraîné la dissolution de la « totalité » en atomes. Cette même révolution, étendue au champ de la finance, a permis l'apparition de l'actif financier, molécule protéiforme composée d'atomes de la réalité, agglutinés les uns aux autres par un ensemble de contraintes, de droits et d'obligations. De même que la mathématisation du réel a fourni les outils à l'analyse, et donc à la mise en œuvre progressive de l'efficacité technique, de même la mathématisation de la réalité économique grâce à l'approche conceptuelle de la théorie financière,

61. Cf. *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 20, *op. cit.*; Dembinski, Paul H., « Le piège de l'économisme: quand l'arithmétique remplace l'éthique », in Sitter-Liver, Beat et Caroni, Pio (Hrsg.), *Der Mensch – ein Egoist?*, Freiburg, Universitätsverlag Freiburg, 1998, p. 227-245; voir aussi Perrot, Etienne, « L'*homo financierus* dans son environnement culturel », in *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 30, I/2008.

62. Israel, Giorgio, *La mathématisation du réel*, Paris, Seuil, 1996.

63. Koyré, Alexandre, « Sens et portée de la synthèse newtonienne », in *Études newtoniennes*, Paris, Gallimard, 1968, p. 27-43.

a fourni les instruments à l'application de l'efficacité financière. Dans les deux cas, la révolution newtonienne a donné naissance à des espaces spécialisés dans lesquels les opérations mentales ont lieu, avant d'être transposées à la réalité avec toutes leurs imperfections. C'est ce que Koyré appelle « la division de notre monde en deux ».

Comme cela a été rappelé plus haut, l'efficacité et le calcul économique rationalisent le comportement de l'entrepreneur qui cherche à dégager un bénéfice. La rationalité financière fournit, quant à elle, l'assise au comportement du spéculateur qui jongle avec les positions à l'intérieur de l'espace financier sans jamais le quitter, sans jamais « toucher » le réel de ses mains. Ceci ne veut pas dire, bien au contraire, que la finance n'affecte pas le réel, mais elle l'affecte indirectement. L'activité financière moderne implique donc le développement des mentalités et des compétences capables de se mouvoir et d'agir dans un espace mathématisé, éloigné mais pas coupé du réel sensible⁶⁴. En effet, la praxis financière, à l'instar de la navette du tisserand, par son va-et-vient, lie les deux mondes que Koyré a brillamment saisis, le monde mathématisé de la théorie et celui de la réalité sensible.

À peine l'espace de la finance émerge-t-il en tant que domaine d'activité propre, qu'il est investi non seulement par les opérateurs, mais aussi par les « scientifiques », c'est-à-dire par ceux qui cherchent à en expliciter les lois et la rationalité sous-jacentes. La « science » de la finance moderne est née au début des années 1950. À la différence de la finance d'entreprise (*corporate finance*), sa sœur aînée, la finance dite moderne ou « de marché », met le marché financier, lieu de transaction sur actifs, au centre de ses préoccupations. Elle cherche à le modéliser, non seulement pour mieux en comprendre le fonctionnement, mais aussi – et peut-être surtout – pour donner aux acteurs les moyens de comportements plus efficaces. Le fait que l'espace de la finance se soit prêté aisément à la mathématisation perçue comme gage d'objectivité et de sérieux a permis de conférer au savoir pratique correspondant les lettres de noblesse attestant de son caractère scientifique⁶⁵. Si la raison d'être de la science économique est – selon la définition largement admise aujourd'hui – la quête de la plus haute satisfaction avec des

64. Cf. Rossi di Montelera, Ernesto, « Épargne : entre l'exigence de libéralité et la quête de sécurité », in *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 4, *op. cit.* ; voir aussi Dembinski, Paul H., Bonvin, Jean-Michel *et al.*, *op. cit.*

65. Cf. l'encadré sur LTCM.

ressources limitées, celle de la finance pourrait être définie comme la recherche d'une valorisation maximale du capital avec un niveau de risque donné. Drapée dans l'aura scientifique, la finance est même devenue, durant les années 1990, une science de pointe (« rocket science ») qui, à la fin des années 1990, s'est crue autorisée à élaborer une dimension normative recommandant des comportements qui promettaient de propulser l'humanité vers des niveaux de félicité jamais atteints auparavant⁶⁶.

Grâce à la mathématisation relayée par l'espace virtuel mis à disposition par les TIC et couplée avec une rationalité d'action, la finance moderne devient autosuffisante. L'opérateur n'aura plus qu'à manipuler les divers éléments présents dans cet espace en les achetant, en les vendant, ou encore en les assemblant. Jérôme Kerviel, le désormais fameux trader de la Société générale, a répété quasiment les paroles prononcées par Nich Leeson, le tombeur de la Barings : « dans l'espace virtuel, on n'a pas l'impression d'avoir à faire avec la vraie monnaie ! » L'opérateur pourra aussi introduire de nouveaux objets financiers en constituant en actifs des fragments de la réalité qui sont restés jusque-là sans correspondants dans l'espace de la finance. En effet, la réduction de la complexité aux dimensions de l'espace financier, c'est-à-dire au risque et au rendement, facilite les comparaisons, les arbitrages et les optimisations. À l'aide de ces deux dimensions, tout actif financier – donc toute parcelle de réalité transposée dans l'espace de la finance – peut être décrit et paramétré. L'opérateur peut ainsi assembler le « portefeuille » qui lui convient, c'est-à-dire l'éventail des molécules d'actifs, chacune caractérisée par un niveau de risque et une espérance de rendement.

Pour que l'activité financière puisse prendre la dimension qu'on lui connaît aujourd'hui, il a fallu non seulement que se produise la mathématisation des fragments de la réalité transformés en unités d'actifs, mais encore que ces fragments deviennent effectivement transférables sur un marché. Par conséquent, l'autonomisation de l'espace théorique de la finance est étroitement liée à l'extension du marché financier qui en est, en quelque sorte, le correspondant dans le monde sensible. La transaction est le moment de ce va-et-vient entre les deux mondes sans lequel la finance n'aurait jamais pu devenir une activité dynamique et, partiellement du moins, autonome par rapport à l'économique.

66. Rainelli-Le Montagner, Hélène, *Nature et fonctions de la théorie financière*, Paris, Presses universitaires de France, 2003.

L'émancipation du capital en tant qu'actif financier a stimulé l'émergence dans le magma du réel tangible et non tangible d'un nombre infini d'objets financiers. Ces « objets » tirent leur existence du seul fait qu'ils sont à la fois mathématisables et enracinés dans un espace juridiquement cohérent de droits, de devoirs ou de conventions. Ils existent donc comme par dérivation de la réalité qui leur sert de creuset. Ainsi, à l'extrême tout élément de la réalité peut être introduit dans l'espace théorique mais aussi pratique de la finance. Cela a été le cas des devises dès la chute du régime des changes fixes, cela a été celui des matières premières, celui des contrats conditionnels, des produits synthétiques, etc. Demain ce sera peut-être le cas du climat, du « capital-santé », du « capital humain », du « capital de compétences », du « capital intellectuel » ou du « capital social ». La représentation sous-jacente est partout la même : celle d'un stock autonome de richesses qui a pour vocation de dégager un flux de « rémunération » et qui doit être préservé du risque, entretenu, voire augmenté. Dans cette perspective, le travail peut facilement être réduit au rôle de complément et de moyen de faire fructifier le capital en lui assurant sa rentabilité.

Durant les « années euphoriques », les économies occidentales ont connu une très nette tertiarisation, à cause notamment de la multiplication de fonctions liées, selon le terme de Robert Reich, à la « manipulation de symboles ». Il s'agit d'emplois induits par les changements profonds dans le fonctionnement des économies et des sociétés qui reposent sur l'extension d'activités d'administration, de planification, d'analyse, d'étude et d'état-major, rendues possibles par l'accroissement des possibilités techniques de manipuler, stocker et transmettre l'information. La structuration progressive de l'espace propre à la manipulation des symboles financiers doit être vue comme un aspect particulier de cette évolution plus générale consistant en la mise au point d'instruments idéels dotés d'emprise sur le monde sensible. L'activité et les professions financières sont un lieu par excellence de l'application de l'ethos de l'efficacité, d'autant plus dynamique qu'il est déculpabilisé, validé et justifié par le caractère « scientifique » du paradigme dans lequel il s'enracine. Dans ce contexte, à la jonction des « deux mondes », du monde de la finance mathématisée et de celui de la pratique financière, la rationalité propre à l'*homo financierius* séduit et anime une foule croissante d'opérateurs.

Le risque, la peur du risque, un avenir sans risque

La maîtrise du risque est au cœur de la promesse de la finance moderne. Selon le grand spécialiste de la question, Peter Bernstein, la notion du risque et l'aspiration à le maîtriser caractérisent la période contemporaine et la distinguent de celles qui l'ont précédée. En effet, la finance repose sur deux hypothèses complémentaires : d'une part, le risque peut être quantifié ; d'autre part, en cas de survenance d'un événement néfaste, une compensation monétaire est possible. Il s'agit de deux hypothèses fortes⁶⁷. Or, au sens précis la quantification du risque est possible seulement là où, non seulement tous les possibles sont inventoriés, mais encore des probabilités leur ont été assignées. Au-delà du monde probabilisable, là où cette double condition ne peut être remplie, s'étend l'incertitude, synonyme d'inconnu. En conséquence, en situation d'incertitude, la mesure du risque devient elle-même incertaine ; il en va de même de sa couverture. Face à l'incertitude, la finance n'apporte pas de solution totale, mais elle permet d'en envisager la gestion par la dispersion, la diversification ou l'assurance. Pour ce qui est de la seconde hypothèse, celle de la possible compensation des sinistres (événements néfastes), elle n'est que partiellement vérifiée puisqu'elle se fonde sur l'équivalence comptable entre la valeur de la perte et celle de la compensation monétaire. Les attentats du World Trade Center ont rappelé au monde que la perte de la vie et les dédommagements sont incommensurables. En effet, les « deux mondes » dont parle Koyré ne se recoupent que dans l'idéal. L'idée de la compensation fonctionne plus ou moins quand l'objet exposé aux risques est du « capital » fongible, exprimé à l'aide de chiffres sans contenu réel. Il en va autrement quand ces chiffres ont une correspondance clairement assignée, une maison, une usine, une école, sans parler de la vie humaine. L'équivalence dans l'espace de la finance n'est qu'une égalité arithmétique.

La diffusion dans la société de l'idée selon laquelle la finance offre des possibilités de couverture des risques a eu des conséquences profondes sur les mentalités. Il semblerait que l'attitude proactive où l'inconnu, l'incertitude doivent être pris en charge par chacun au mieux de ses compétences et de sa responsabilité ait cédé la place à une attitude plus passive face à l'inconnu consistant à assurer ses arrières en matière d'assurance de compensation et de

67. Beck, Ulrich, *Risikogesellschaft. Auf dem Weg in eine andere Moderne*, Frankfurt am Main, Suhrkamp Verlag, 1986.

couverture. Ainsi, l'effort se porte sur la mobilisation de la couverture appropriée plutôt que sur la réduction du risque par des mesures précises. La possibilité de couvrir le risque par un jeu d'assurances et d'équivalents matériels a eu, selon toute vraisemblance, trois effets : (a) la déresponsabilisation de certains acteurs qui ont renoncé à réduire leur exposition au risque puisqu'ils le savaient pris en charge ; (b) la propagation de l'illusion selon laquelle tout risque est assurable et donc qu'une « société sans risque » où tous les risques sont parfaitement maîtrisés peut exister ; (c) le démantèlement des mécanismes familiaux et sociaux de mutualisation des risques au profit des produits financiers d'assurance ou de gestion qui ont, en retour, consolidé l'individualisation des trajectoires en matière de couverture. Face à la promesse de la maîtrise mathématique du risque, les aléas de la prévention ou des solidarités informelles ont perdu beaucoup de leur attrait.

Le développement de l'innovation financière a consisté, durant les dernières décennies, en une élaboration parallèle, d'un côté, de modèles de nouveaux risques et, de l'autre, de moyens de couverture ou de diversification appropriés. Ce jeu de l'offre et de la demande, alimenté encore par la frilosité de sociétés repues et vieillissantes, offre de grands avantages pour les fournisseurs de couverture financière. En effet, les moyens de couverture envisagés sont autant de stratégies de transactions – donc des services – nécessitant une mise à jour continue des couvertures, puisque l'appréciation du risque évolue à chaque battement de cœur. Du point de vue des fournisseurs de services ou de produits financiers de couverture, le risque est par définition un produit périssable dont les clients ne seront donc jamais saturés. Aussi, avec une pointe de malice, pourrait-on dire que le « risque », ou plutôt la couverture du risque, a été l'un des produits les mieux vendus durant le dernier quart de siècle. La couverture du risque a fait, et continue de faire, la prospérité et le fonds de commerce des opérateurs des marchés financiers. La gestion des risques montre ses limites quand, comme à l'été 2007, les marchés se bloquent, la liquidité disparaît et le risque (plutôt l'incertitude) devient systémique, c'est-à-dire impossible à diversifier et donc à éviter.

De l'intérêt à la cupidité : la passion déchaînée

L'ethos de l'efficacité est la poutre faîtière de la vision du monde qui accompagne la financiarisation. L'ethos de l'efficacité a ouvert de nouveaux horizons devant l'humanité, que ce soit en termes de

performances techniques ou en termes de niveau de vie économique. Toute l'attention y est concentrée sur le rapport entre les moyens mis en œuvre et le résultat obtenu. C'est ainsi que la maximisation du résultat à moyens constants s'impose comme une finalité indiscutable. Toutefois, dans la quête de l'efficacité économique ou financière, la fonction-objectif s'exprime exclusivement en quantités ou pourcentages d'unités monétaires que le sujet du calcul va s'approprier. Il s'agit donc d'une vision exclusivement quantitative des finalités, sans rapport direct avec le monde sensible. Cette observation appelle trois remarques.

La première concerne le caractère éminemment matérialiste d'une telle vision. Le but à atteindre s'exprime en termes comptables, abstraits et quantitatifs, tributaires de l'espace mathématisé ne laissant de place ni à l'homme ni à la société. Laissée à elle-même, sans bride extérieure, une telle rationalité ou vision du monde débouche fatalement sur un égoïsme forcené où autrui est condamné à devenir moyen ou instrument au service de finalités quantitatives. Dans un tel contexte la cupidité, l'âpreté au gain et à la thésaurisation, peuvent facilement se glisser en tête des motivations et devenir les mobiles d'action qui occultent tous les autres⁶⁸.

L'ethos de l'efficacité ramène le rapport à autrui à un équilibre mécanique de l'échange type du donnant-donnant. Dans un tel monde, tous les habitants sont des partenaires potentiels à l'échange, et à ce titre ils sont tous égaux, voire équivalents, interchangeable et, à la limite, parfaitement anonymes. La cupidité change les choses, en ce qu'elle transforme le co-échangiste consentant en une cible à plumer, et qu'elle en fait l'instrument de « mon » résultat. Dans une société où prévaudrait l'ethos de l'efficacité à l'état pur, il n'y aurait plus de place pour les sentiments, pour la sympathie, pour la solidarité. La prédation deviendrait l'attitude la plus efficace⁶⁹.

Troisième remarque enfin. Au niveau macro-social, la vision de l'efficacité est fortement tributaire de la promesse du marché comme mode de solution de conflits. Le marché, lieu de confrontation des égoïsmes, parvient à faire prévaloir la paix parce qu'il suppose que tous les acteurs partagent la même vision de l'intérêt. Ainsi, la cupidité, aussi longtemps qu'elle reste sous le contrôle de la

68. Alasdair MacIntyre, dans son ouvrage *After Virtue*, explique par l'émotivisme ambiant (absence de justification rationnelle de la moralité objective) le fait qu'il est impossible de distinguer les relations humaines à dimension de manipulation de celles qui en sont dépourvues – Notre Dame, University of Notre Dame Press, 1984, p.22-35.

69. Villette, Michel et Vuillermot, Catherine, *Portrait de l'homme d'affaires en prédateur*, Paris, La Découverte, 2007.

raison – et donc de la mesure –, et qu'elle demeure intérêt sans devenir passion, est un carburant indispensable au fonctionnement satisfaisant du marché.

Au temps des précurseurs de la main invisible du marché, le tissu social était suffisamment dense pour que la cupidité n'échappe pas au contrôle de la raison⁷⁰. Avec la dislocation progressive du tissu social qui a accompagné le triomphe actuel de l'ethos de l'efficacité, la cupidité s'est vue lâcher la bride. Il en a résulté des comportements qui attestent de sa totale émancipation : d'intérêt, la cupidité est devenue passion. En tant que telle, échappant à la raison, inaccessible à toute autre considération, elle risque de saper les bases de l'édifice du marché, lequel en avait fait sa pierre angulaire⁷¹.

La démesure de la cupidité fait trembler la finance mondiale. Après de longues années d'observation, le grand argentier américain a jugé la situation assez grave pour se permettre une mise en garde, à l'enseigne de la convoitise contagieuse (« infectious greed »). Dans ce discours, il propose un diagnostic : « Ce n'est pas que l'homme est devenu plus cupide, mais que les moyens d'exercer sa cupidité ont été démultipliés. » Libre aux commentateurs de spéculer sur le sens de ces mots. Deux choses sont claires : d'une part, les moyens techniques ont donné à la cupidité des leviers sans précédent, mais d'autre part, les passions et les désirs ont été réhabilités dans le discours moral contemporain. Cela est d'autant plus préoccupant que le marché promettait de les tenir en joue, en postulant la supériorité de l'intérêt sur les passions⁷².

Dans la vision du monde articulée autour de l'ethos de l'efficacité, la préoccupation du bien commun, de l'apport de chacun à la vie harmonieuse de la communauté, n'a plus aucune place. À la limite, en cas de déficience du marché, l'appel à l'intervention compensatrice ou régulatrice de la puissance publique peut être envisagé. Il s'agit alors d'une intervention au nom de l'intérêt général dont la puissance publique a la charge, et non du souci du bien commun auquel contribue spontanément chacun des membres de la société

70. Lazaro, Raquel, *op. cit.* ; Dembinski, Paul H., « Le piège de l'économisme : quand l'arithmétique remplace l'éthique », *op. cit.*

71. Forrester, Vivian, *L'horreur économique*, Paris, Fayard, 1996 ; Gräfin Dönhoff, Marion, *Zivilisiert den Kapitalismus: Grenzen der Freiheit*, Stuttgart, Deutsche Verlagsanstalt, 1997 ; Bébéar, Claude, *op. cit.*

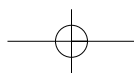
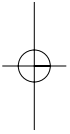
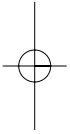
72. Augar, Philip, *The Death of Gentlemanly Capitalism*, Londres, Penguin Books, 2001 ; Handy, Charles, *The Empty Raincoat*, New York, Random House, 1995 ; et Partnoy, Frank, *Infectious Greed. How Deceit and Risk corrupted the Financial Markets*, Londres, Profile Books, 2003.

au nom de la solidarité ou simplement en reconnaissance du bonheur de pouvoir être membre d'une communauté⁷³. Avec la déperdition du sens du bien commun, le marché, à l'instar de l'ensemble de la vie sociale, est en train de devenir un lieu d'affrontement où chacun cherche le maximum d'efficacité immédiate (rémunérations qui sont autant de butins) qu'il s'empresse de transférer vers la sphère privée où il en jouit en construisant la forteresse d'un bonheur solitaire. L'ethos de l'efficacité poussé à l'extrême met en péril jusqu'à l'idée même du bien commun puisqu'il établit un abîme infranchissable entre la sphère d'acquisition où prévaut l'efficacité la plus froide, et la sphère d'utilisation susceptible de toutes les générosités⁷⁴.

Les pages qui précèdent mettent en lumière le contexte politique, technologique et philosophique qui a rendu la financiarisation possible. Elles ont aussi été l'occasion de brosser le portrait-robot des principaux protagonistes et d'esquisser leurs logiques d'action. Ces constats laissent entrevoir une cohérence émergente, comme si un nouveau principe organisateur se mettait à régir le quotidien de la planète. Il s'agit maintenant, dans la seconde partie, d'approfondir cette investigation pour mieux comprendre les relais de la cohérence qui s'affirme dans la dynamique de leur interaction. En effet, en dernière analyse, la question de base qui justifie l'ensemble de ces réflexions, et qui sera abordée dans la troisième partie, est très simple : dans quelle mesure la transformation qui se déroule sous nos yeux est-elle porteuse du bien commun ou bien le menace-t-elle ; quels sont, le cas échéant, les marges de manœuvre, les moyens d'action et les responsabilités de chacun ?

73. Hollenbach, David, *The Common Good and Christian Ethics*, New Studies in Christian Ethics, vol. 22, Cambridge, Cambridge University Press, 2002 ; Perrot, Étienne, *Le chrétien et l'argent*, Paris, Assas Éditions, 1994, 122p.

74. Ce qui explique le paradoxe contemporain de l'efficacité extrême qui côtoie une générosité philanthropique sans précédent.



PARTIE II

L’AFFIRMATION D’UNE COHÉRENCE

Dans la première partie de ce rapport, il a été question des motivations, des principaux acteurs et du contexte historique et institutionnel dans lequel la financiarisation a posé ses jalons initiaux. L’objectif de la deuxième partie est différent : elle aborde la transformation systémique dans sa dimension dynamique afin d’identifier les principaux relais sur lesquels s’appuie la nouvelle cohérence impulsée par le principe organisateur de la finance.

Il sera successivement question des éléments premiers de la finance, à savoir de la relation et de la transaction financières, de l’évolution des systèmes financiers contemporains vers toujours plus de transactions, des entreprises cotées en tant qu’objets principaux des transactions, du consommateur, actif financier de base, de la financiarisation des personnes, et finalement de quelques autres aspects de la financiarisation. Ces six sections contiennent le diagnostic central de ce rapport.

2.1 LA RELATION ET LA TRANSACTION FINANCIÈRES

Les relations de financement

Au cœur de la finance se trouve la relation entre deux acteurs supposés autonomes, l’un disposant de liquidités monétaires temporairement oisives, l’autre ayant un projet pour utiliser ces moyens. Aristote condamnait déjà ce qu’il nommait la chrématistique, c’est-à-dire l’enrichissement par le biais d’entassement des richesses, notamment de la monnaie. La chrématistique est particulièrement pernicieuse parce qu’elle prive la communauté des moyens de paiement. L’argument central de telles condamnations qui se sont ensuite succédé au travers des siècles, notamment dans la parabole des talents du Nouveau Testament, tient au fait qu’en entassant les

moyens de paiement, la liquidité de l'économie diminue ce qui peut avoir des effets néfastes, à la fois sur la prospérité, sur la croissance et sur les prix. Au XVII^e siècle, Quesnay montrera que la monnaie, à l'instar du sang dans le corps humain, a pour fonction d'irriguer le tissu économique. Sans elle, le circuit économique est perturbé, et la création de richesses en souffre. Ainsi, la mise à disposition de moyens oisifs a été encouragée à la fois pour des raisons économiques et morales. Parmi les nombreuses formes de financement, deux méritent une attention particulière : le crédit, avec la dette pour contrepartie, et la participation à un projet d'investissement.

Le crédit, et la dette qui lui est indissociablement liée, est probablement la plus ancienne et la plus universelle des formes de financement¹. Le cycle de vie du crédit s'inscrit dans la durée et s'articule en trois moments distincts : il commence avec la remise de la somme (ou de la chose) prêtée par le créancier au débiteur, se termine avec le remboursement, alors que le temps intermédiaire entre ces deux moments est celui de l'utilisation et de la rémunération pour le débiteur, de l'attente et du renoncement pour le créancier. Les deux parties ont des rôles asymétriques : le créancier est passif, il attend tandis que le débiteur s'active pour générer les moyens du remboursement. Le crédit permet donc au débiteur de dépenser avant de disposer de recettes. Cette possibilité d'inverser l'échéancier des recettes et dépenses est commode aussi bien en situation d'urgence (disettes ou guerres) que face à des projets prometteurs (investissements ou conquêtes). Si le prêt est du point de vue économique et moral utile puisqu'il met en circulation des moyens qui auraient été sans cela oisifs, le crédit pose deux problèmes : celui de la confiance et celui de la rémunération.

Il ne saurait y avoir de crédit sans confiance de la part du créancier. Cette confiance peut avoir divers fondements allant d'une garantie matérielle (gage), personnelle (garants) ou sociale (sanction juridique, condamnation du mauvais débiteur, pression sociale souvent mise en avant par les opérations de microcrédit), jusqu'à une confiance dans la personne du débiteur (parole, réputation, honneur), voire – ce qui est assez rare – une confiance dans le projet

1. Bichot, Jacques, *Huit siècles de monétarisation*, Paris, Economica, 1984; Thiveaud, Jean-Marie, « Fait financier et instrument monétaire entre souveraineté et légitimité. L'institution financière des sociétés archaïques », in Aglietta, Michel et Orléan, André, *La monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob, 1998, p. 85-126; et « De la foi publique », in *La construction sociale de la confiance*, sous la direction de Bernoux, Philippe et Servet, Jean-Michel, Paris, Monchrestien, 1997, p. 45-72.

que le débiteur entend mettre en marche. Selon les époques et les cultures, la confiance s’est exprimée de manière différente, mais elle a toujours constitué le cœur de la relation de crédit.

Le problème de la rémunération du crédit est autrement plus complexe. En effet, selon les philosophes grecs, l’argent en tant que chose est dépourvu des capacités de multiplication qui sont propres aux êtres vivants, l’argent ne peut donc pas produire de l’argent. Il serait donc contraire à l’ordre naturel des choses que le créancier – prêteur passif – récupère au terme de la relation de crédit une somme supérieure à celle qu’il avait prêtée. Cette analyse est reprise, avec quelques nuances, par les moralistes des trois religions monothéistes. Chacune à sa façon, elles interdisent ou limitent strictement le recours au taux d’intérêt dans les relations de crédit. L’Église catholique pendant des siècles bannissait l’usure (synonyme dans le contexte historique de taux d’intérêt) en arguant que la monnaie n’est pas un facteur de production mais uniquement un moyen de paiement. Cette attitude prévalait jusqu’en 1745 où l’encyclique *Vix Peruenit* reconnut le bien-fondé de l’intérêt dans certaines circonstances bien précises. La même circonspection prévaut toujours dans la révision du droit canon terminée en 1983, le prêt à intérêt y étant toléré sans être pour autant formellement autorisé. La question de son principe reste donc posée².

Quant à l’islam, l’interdiction du prêt à intérêt figure dans le Coran. Cette forme de financement est donc bannie de la pratique islamique. La justification donnée par les lettrés porte sur la répartition asymétrique des risques, défavorable au débiteur lors d’un crédit³. Le judaïsme fait une distinction entre les rapports entre Juifs, où le prêt à intérêt est étroitement circonscrit, et leurs rapports avec les Gentils où il est permis⁴.

La Réforme, notamment dans sa branche calviniste, clarifie dès le milieu du XVI^e siècle son attitude face au prêt à intérêt. Dans la fameuse lettre à Claude de Sachin – qui fonde selon certains le capitalisme –, Calvin introduit deux nouvelles considérations. La

2. Lavigne o.p., Jean-Claude, « Antonin des Conseils – un théologien de l’usure au XV^e siècle », in *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 16, *op. cit.*, p. 60-69; et du même auteur, « Interdit ou toléré? – le prêt à intérêt après *Vix Peruenit* (1745) », in *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 21, *op. cit.*, p. 85-97.

3. Sbail El Idrissi, Lahsen, « La rémunération du capital en Islam », in *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 16, *op. cit.*, p. 16-30.

4. Don, Yehuda, « Some Thoughts about Religious Rulings and Economics », in Bonvin, Jean-Michel, *Debt and the Jubilee*, Observatoire de la Finance, 1998, p. 83-94.

première concerne la prise en compte de l'éventuelle érosion du pouvoir d'achat de la somme prêtée pendant la durée du prêt. Si cela devait être le cas, Calvin justifie du point de vue moral le fait que le créancier soit nominalement compensé. La seconde considération de Calvin porte sur la finalité du prêt. Il distingue à cet égard entre le prêt de dépannage, destiné à financer les besoins vitaux du débiteur, et le financement à crédit d'investissements. Si, dans le cas du prêt de dépannage, l'intérêt reste rigoureusement interdit, puisque le fait de dépanner son prochain relève du devoir moral, il en va autrement dans le cas de l'investissement, pour lequel Calvin autorise la rémunération en arguant que l'attente – et le risque – du financeur lui donne un droit moral à une partie du gain que l'investissement rapporte au débiteur⁵. Sans entrer ici dans les détails, il est important de souligner que tout projet d'investissement s'inscrit dans la durée et n'a de sens que dans une perspective de croissance. La rémunération du prêt qui rend l'investissement possible, n'est pas ponction sur autrui, comme dans un jeu à somme nulle d'un prêt d'urgence, mais prélèvement aux conditions stipulées à l'avance sur un accroissement attendu.

Par son analyse qui lève l'hypothèque morale sur le prêt à intérêt en tant que tel, Calvin ouvre la voie à la cristallisation progressive de la notion économique de l'investissement, du calcul financier qui lui est lié et de son financement à crédit. Il s'est ensuivi le développement de l'intermédiation financière, laquelle, à l'instar des banques, va opérer à grande échelle la transformation de l'épargne en crédits, notamment en prêts d'investissement. Cette évolution tant morale qu'économique, technique et institutionnelle, rendra possible au XIX^e siècle l'apparition à grande échelle du capital industriel – notamment dans les pays protestants, comme le souligne la thèse de Weber bien connue – financé par le crédit bancaire.

Le financement à crédit est une relation asymétrique de moyen terme. Au-delà des situations d'urgence, elle rend possible la mise en œuvre d'un projet économique dont la raison d'être pour le débiteur est la mise en place d'une dynamique de création de la valeur ajoutée qui se maintiendra au-delà du remboursement du crédit. En effet, tout projet d'investissement s'inscrit, en principe, dans une perspective de fructification de long terme. Cela étant, par rapport à un financement en fonds propres, le financement par crédit augmente la

5. Dommen, Édouard, « Calvin et le prêt à intérêt », in *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 16, *op. cit.*, p. 42-58 ; Biéler, André, *La pensée économique et sociale de Calvin*, Genève, Georg, 1959.

charge économique qui pèse sur le projet. Ce dernier devra générer les moyens nécessaires au service de la dette (intérêts et remboursement), et permettre en même temps l’amortissement du capital physique utilisé dans l’exploitation en vue de son remplacement au moment où il sera devenu improductif, et finalement dégager un surplus assurant une rémunération à l’initiateur du projet. Dans la mesure où le projet d’investissement est en mesure de supporter cette triple charge (service de la dette, amortissement du capital physique et profit), le crédit une fois remboursé débouchera sur l’autonomie financière du projet. Si, par contre, le projet ne dégage pas de moyens nécessaires à l’amortissement, le renouvellement des installations impliquera de nouveau un recours au crédit. Il y a donc, dans le financement d’un projet d’investissement à crédit, un risque de dépendance durable par rapport à cette source de financement, ce qui n’est pas toujours pour déplaire aux créanciers.

Après le crédit, la deuxième forme de financement d’investissements ou de projets est l’apport de fonds. Il s’agit d’une démarche de partenaires complémentaires où – pour simplifier – les uns apportent les fonds alors que les autres se chargent de mettre le projet en œuvre. Dans une telle situation, tous sont coresponsables, tous prennent des risques, tous espèrent le succès qui sera aussi leur rémunération. Alors que le financement à crédit peut parfaitement s’accommoder d’un contrat entre deux personnes physiques, l’association ou le financement conjoint est simplifié par le recours à une entité nouvelle. C’est pour répondre au besoin de donner une forme juridique à ce type de financements qu’est née au XIX^e siècle la société par actions que nous connaissons aujourd’hui⁶. Puisque la répartition des risques est symétrique entre les partenaires – en principe au prorata de leurs apports –, cette forme d’exploitation économique ne soulève pas l’opposition des moralistes. Plus clairement encore que le financement à crédit, elle est tournée vers la création et la multiplication des richesses. Par définition, un tel financement ne s’applique qu’aux projets conçus en vue de créer de nouvelles richesses, donc à des configurations du type « jeu à somme positive ».

L’immense avantage du cofinancement et de la société par actions tient à sa capacité de regrouper un nombre théoriquement

6. Micklethwait, John et Wooldridge, Adrian, *The Company: A Short History of a Revolutionary Idea*, New York, Random House, 2003 ; voir aussi Favier, Jean, *De l’or et des épices...*, *op. cit.* ; ou encore le film de Achbar, Mark, Abbott, Jennifer et Bakan, Joel, *The Corporation*, Canada, 2004, dont un compte rendu a été publié dans *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 23, *op. cit.*, p. 121-122.

illimité d'apporteurs de capitaux, et donc de porter des projets de très grande ampleur. La société de capitaux constitue comme un écran au-delà duquel la notion de l'apport purement financier des actionnaires se dissout pour prendre la forme de parts du projet et de la société par action. Aussi, contrairement à la relation de crédit dont la durée de vie est *a priori* limitée par l'échéance du remboursement, la société de capitaux moderne – sauf certains fonds d'investissements fermés tels que les fonds de capital-risque, de « private equity » ou encore des *hedge funds* – n'a-t-elle pas d'horizon temporel fixé à l'avance. Par conséquent, dans la grande majorité des cas, sa création et donc son financement sont faits dans un esprit de pérennité. L'extension du recours à la société des capitaux au XIX^e siècle témoigne de son adéquation aux besoins de l'industrialisation.

Les deux formes de la relation financière présentées plus haut méritent d'être comparées par rapport à trois critères : durée, confiance, rémunération et répartition des risques. Dans les deux cas, il s'agit de relations impliquant la durée, donc une grande part d'incertitude quant aux aléas du futur. Dans le cas de la relation de crédit, la durée relève du contrat entre deux parties, durée qui est théoriquement indépendante du temps propre au projet financé. C'est donc un temps externe qui s'impose au projet. Il peut en effet arriver que le moment du remboursement vienne avant que le projet ne permette d'y faire face. Il en va autrement des cofinancements : là le moment de l'éventuelle liquidation du projet, ou du remboursement des actionnaires, dépend exclusivement du temps endogène au projet, donc du rythme de sa fructification économique. Dans le premier cas, le temps de la finance contraint l'économique, alors que c'est l'inverse dans le cas du cofinancement. Pour ce qui est de la confiance, deuxième élément de comparaison, la situation est analogue. Dans le cas du crédit, la confiance est le plus souvent ancrée à l'extérieur du projet (gage, garant, institution judiciaire). Dans une minorité des cas seulement, la confiance dans le projet en tant que tel suffit au créancier pour ouvrir un crédit. Or, dans le cas du cofinancement, la seule et unique source de confiance est la qualité du projet et la capacité des copartenaires de le mener à bien. À l'instar de la durée, la confiance est exogène au projet dans le cas du crédit, endogène dans le cas du cofinancement. Il en va de même pour la répartition du risque et des rémunérations. Au niveau des principes, dans le cas du crédit, aussi bien la rémunération que les risques (comme c'est le cas des sources de confiance) sont essentiellement exogènes au projet, alors qu'ils lui sont entièrement endogènes dans le cas du cofinancement, puisqu'ils dépendent de son succès.

La discussion qui précède porte sur des cas d'école, la réalité financière contemporaine étant plus compliquée. En effet, il arrive souvent que le cofinancement et le crédit soient utilisés conjointement dans deux situations distinctes. D'une part la somme obtenue à crédit par une personne peut être utilisée par elle pour cofinancer un projet; d'autre part, une personne morale peut recourir, comme c'est souvent le cas, au crédit pour augmenter ses capacités de financement. Dans de telles situations, les risques, durée et sources de confiance propres à chaque relation, deviennent étroitement interdépendants et interagissent de manière dynamique.

De la relation à la transaction financière

En nouant une relation de financement, les parties attestent implicitement – en vertu de l'hypothèse de leur rationalité – qu'elles ont conclu, chacune de son côté, au caractère équilibré des prestations réciproques auxquelles elles s'engagent. Cela signifie qu'elles ont trouvé des réponses satisfaisantes à trois questions implicites à toute relation de financement: la première concerne le calcul de l'équivalence entre des paiements distants dans le temps; la seconde porte sur la prise en compte de l'incertitude quant à la survenance, pendant la durée de la relation, d'événements imprévus; la troisième enfin a trait aux modalités de révision éventuelle des termes initiaux au fur et à mesure que le temps passe et que les choses changent.

Pour comparer la valeur de paiements distants dans le temps, la pratique financière recourt au taux d'intérêt. En effet, pour un ayant droit à un paiement distant dans le temps, la valeur actuelle de ce dernier sera amputée d'un montant équivalent aux intérêts qu'il aurait dû payer pour disposer immédiatement à crédit de la même somme. La justification invoque le fait que plus le paiement est éloigné, plus longue seraient l'attente et la renonciation qu'elle implique. Inversement, celui qui doit payer à terme est d'accord de payer davantage, car plus l'échéance est éloignée, plus longtemps il pourra jouir de la somme en question avant de la verser.

La prise en compte d'événements imprévus constitue l'essence de la relation financière parce que les parties sont, par définition, exposées aux aléas du temps. L'imprévu peut aussi bien concerner les parties à la relation elle-même, le pouvoir d'achat des moyens de paiement utilisés dans le contrat, que le contexte général des activités, etc. Cela représente autant de catégories de risques qui appellent des protections spécifiques, que les parties intégreront dans le contrat

initial. La possibilité, prévue, de modifier les termes de la relation – troisième éventualité mentionnée plus haut – complète la question de la répartition du risque et de sa gestion au cours de la relation.

Une série d'instruments peut être incorporée aux relations financières pour tenir compte des choix des parties :

- Le taux d'intérêt: son utilisation comme compensation du risque se confond en pratique avec son utilisation comme « dédommagement » de l'attente du paiement. En théorie, un taux de base – « taux sans risque » – est augmenté de primes ou de « spread » en fonction des risques que présente le débiteur. Le taux d'intérêt régit les relations de crédit, de prêt et d'emprunt. En principe, le niveau ou mode de calcul du taux est spécifié par les parties au moment de nouer la relation. Cela étant, comme mentionné plus haut, le taux d'intérêt est aussi l'instrument financier le plus controversé du point de vue moral.
- La participation aux bénéfices : à l'inverse du taux d'intérêt, qui est une obligation asymétrique d'une des parties, la participation aux bénéfices exprime la solidarité des parties face aux aléas. Il s'agit d'un principe spécifié ex ante, au moment où se noue la relation, qui déploie ses effets jusqu'au terme du projet. En cas d'aléa fatal, les parties prennent le risque de voir leur mise de fonds disparaître entièrement, mais parallèlement, en cas de tournure favorable des événements, elles laissent ouverte la possibilité de gains théoriquement infinis.
- L'option est un instrument ou une clause qui explicitement offre à une des parties la possibilité de procéder à des ajustements unilatéraux, soit à des moments de la relation stipulés à l'avance, soit en cas de survenance de certains événements eux aussi prévus à l'avance. Selon les cas, l'option est une clause dans le contrat initial où elle donne lieu à un « objet » financier sui generis qui se greffe sur une relation préexistante. Ceci explique le qualificatif d'instruments dérivés donné aux options.
- L'assurance est – le plus souvent – une relation financière en soi. Elle suppose le paiement d'une prime donnant droit à un dédommagement spécifié à l'avance si l'événement – le sinistre – en couverture duquel l'assurance a été conclue, survient.

La relation de financement – quelle qu'en soit la forme précise – est un mode de coopération durable en vue d'un objectif – totalement ou partiellement – commun aux parties. Son extension a donné naissance à des formes juridiques *ad hoc*, ce qui en a facilité, en retour, la généralisation. Aussi, la relation de financement est-elle

le vecteur primaire de la financiarisation qui facilite la mise à disposition des projets d’investissement de liquidités temporairement oisives. La relation de financement telle que décrite plus haut est une relation entre des parties identifiables et connues l’une de l’autre entre lesquelles elle établit une interdépendance. En effet, la durée est le propre de toute relation, et la durée permet, le cas échéant, le réajustement des rapports entre les parties. Toutefois, la possibilité d’un réajustement est soumise à une limitation d’importance : il suppose en effet l’accord des parties à la relation. Le paradoxe du maître et de l’esclave, abondamment traité par de nombreux auteurs, illustre utilement à quel point les rapports de force peuvent être instables pendant la durée d’une relation dans laquelle les parties doivent s’en remettre l’une à l’autre. En effet, bien que le maître soit maître, sa position est tributaire de l’existence de l’esclave, ce qui limite la « toute-puissance » apparente du maître. Par analogie, cela s’applique aussi aux relations de financement, notamment aux relations de crédit, aussi longtemps que les parties restent attachées l’une à l’autre. Or, la grande force de la finance moderne est qu’elle a trouvé le moyen de soustraire le rapport de force inscrit dans certaines relations financières aux aléas du paradoxe maître-esclave, en introduisant la possibilité pour les parties de céder à d’autres acteurs leur place dans les relations financières en cours. La possibilité de sortie unilatérale d’une relation de financement par la vente des droits et obligations à un tiers constitue un mode non symétrique de gestion du risque retenu par de nombreux contrats financiers. Une telle clause rend possible la transaction, qui aura lieu pendant la durée de la relation ; elle sera l’occasion pour le sortant et son remplaçant de tenir compte de toute nouvelle information pertinente devenue disponible depuis le début de la relation. Quant à l’autre partie, elle reste passive (et captive) pendant la transaction. Pour qu’une telle substitution de parties puisse avoir lieu, une condition doit être remplie : la relation une fois nouée doit prendre la forme d’un « objet » qui puisse changer de mains lors de la transaction.

La transformation de la relation de financement en un objet d’échange – actif financier – et la multiplication des transactions qui y sont relatives, constituent le cœur de la dynamique de la financiarisation. Aussi, avant d’analyser comment cette dynamique a transformé les systèmes financiers, convient-il de se pencher sur le deuxième terme du binôme relation/transaction financière. En effet, la transaction financière, en introduisant l’interchangeabilité des financeurs, permet à la financiarisation de déployer tous ses effets.

La transaction financière

Contrairement aux échanges de biens ou de services, les transactions financières portent sur des droits, des engagements ou des promesses qui se réfèrent aux parties liées par une relation de financement. La transaction offre à l'une des parties actuelles à une relation financière la possibilité de s'en dégager, alors qu'elle ouvre la porte à d'autres pour entrer dans des relations qu'ils n'ont pas initiées. Les droits, devoirs, engagements ou promesses liés aux relations financières constituent une classe d'objets ou de biens économiques – appelés « titres » ou « actifs financiers » – très particulière. Ces biens économiques, objets d'échange, diffèrent sous trois aspects des autres biens économiques :

- Contrairement aux biens et services, les « objets » financiers ne sont pas directement utilisables et, par conséquent, n'ont pas de « valeur d'usage » à proprement parler. Leur valeur est exclusivement pécuniaire. Elle tient soit à la valeur de revente, soit au flux de revenu généré, soit à la combinaison des deux caractéristiques précédentes. Ces « objets » sont qualifiés de « titres » ou de « papiers-valeurs » puisqu'ils sont l'expression consignée de droits ou d'obligations. En tant que tels, ils font partie de la fortune ou du patrimoine de celui qui les détient et, dans une perspective comptable, figurent à l'actif du bilan.
- Les « objets » financiers comportent habituellement un ou plusieurs engagements sur l'avenir, qui sont autant de promesses ou d'intentions impliquant l'avenir, alors que les autres transactions économiques portent avant tout sur des biens et services disponibles immédiatement. À y regarder de près, du fait du recours à la monnaie, tout échange économique comporte également une dimension de promesse, puisque la monnaie est elle-même promesse d'un pouvoir d'achat que le vendeur pourra exercer ultérieurement. Alors que le pouvoir d'achat de la monnaie est une promesse « sociale », dans le cas des « objets » financiers, les promesses sont personnelles et privées.
- Les « objets » financiers sont l'émanation d'un ordre réglementaire durable – juridique ou coutumier – qui scelle les volontés et les promesses des parties et en sauvegarde la mémoire notariale pendant toute la durée de vie de l'« objet » financier. Ceci explique pourquoi les transactions financières à grande échelle se sont développées dans des contextes où le droit avait acquis une grande stabilité et une grande autonomie par rapport au pouvoir politique.

Le titre ou actif financier est l’expression formelle d’une relation de financement initiale où s’est exprimée l’adéquation intertemporelle – entre le présent, l’avenir, et parfois le passé – des engagements des parties portant sur des paiements ou des prestations. Contrairement à une transaction d’échange classique qui se noue et se dénoue dans l’instant, la relation qui donne naissance à un « objet » financier crée, comme il a été rappelé plus haut, par la même occasion une relation durable entre les parties. La durée entre le début et le dénouement de la relation de financement est balisée par les droits et les devoirs spécifiés à l’avance et consignée dans l’« objet » ou le « titre ».

Un nombre important d’actifs financiers confèrent d’emblée au financeur la possibilité de transférer à un tiers ses droits et obligations sans pour cela consulter le financé. Cette disposition rend les actifs transmissibles sans que cela affecte le contenu de la relation sous-jacente. Il en va ainsi d’une entreprise ou d’un gouvernement qui, en émettant une obligation sur le marché, s’engage à s’acquitter de ses obligations envers quiconque sera en possession du titre le moment venu. De même, l’action d’une entreprise peut changer de mains sans que l’accord des autres actionnaires soit nécessaire – sauf si un pacte entre actionnaires l’interdit. Il est donc indispensable de distinguer soigneusement les deux composantes d’un binôme relation/transaction financière.

Premièrement, toute transaction financière suppose l’existence préalable d’une relation, alors que l’inverse n’est pas vrai, certaines relations restant non transférables.

Deuxièmement, le nombre de transactions successives relatives à une seule et même relation est théoriquement infini.

Troisièmement, les transactions concernent habituellement le financeur – qu’il s’agisse du créancier ou de l’apporteur de fonds, ou de l’actionnaire – le financé étant constant, peut-être parfois passif. En d’autres termes, toutes les parties à une relation financière ne disposent pas des mêmes possibilités de sortie par la transaction.

Quatrièmement, une même relation financière peut être découpée, scindée, voire déchirée en un nombre théoriquement infini d’objets de transactions. C’est ainsi que toute une série d’instruments dérivés – autant d’objets de transactions – ont pu être élaborés à partir d’un volume somme toute limité de relations financières. L’innovation financière s’est concentrée, durant les dernières décennies, avant tout sur le développement des transactions en délaissant celui des relations.

Enfin, la transaction rend le financeur anonyme, le financé restant bel et bien identifiable jusqu’au terme de la relation.

2.2 VERS LA PRÉÉMINENCE DE LA TRANSACTION

La finance moderne dont il a été question dans la partie précédente repose sur la possibilité de transaction parce qu'elle suppose que les gestionnaires de l'épargne peuvent à tout moment se défaire ou se procurer des titres sur un marché plus ou moins organisé et liquide. C'est seulement dans les conditions de la transaction généralisée que l'éthos de l'efficacité, dans sa version financière, devient pleinement opérationnel. La financiarisation progresse au cœur de l'économie et de la société contemporaines en modifiant fondamentalement le rapport entre les deux termes du binôme relation/transaction. Cette modification affecte tant le rapport quantitatif entre les deux composantes que le rapport des finalités sous-jacentes. Jusqu'aux « années euphoriques », la transaction relevait plutôt de l'exception, la fidélité à la relation étant de mise. Ainsi, la transaction apparaissait comme une réalité induite par rapport à la relation, alors qu'aujourd'hui, là encore, une inversion a eu lieu⁷. De plus en plus souvent, c'est la perspective de la transaction qui motive et explique la mise en place de la relation de financement et du projet sous-jacent. C'est une telle inversion qui est à l'origine de la crise des *subprimes* de 2007-2008. L'évolution vers toujours plus de transactions sera abordée de deux points de vue, celui de la transformation des systèmes financiers et celui des ordres de grandeur statistiques.

La dynamique institutionnelle

La relation financière consignée dans un « objet » ou actif financier qui change de mains au cours des transactions constitue la matière première de la finance moderne. Reste à savoir comment ces relations, par définition interindividuelles, s'agrègent et se répandent au point de donner naissance à une activité financière visible et mesurable. La relation financière opère l'adéquation temporelle entre la disponibilité de moyens de paiements oisifs et les besoins, soit en termes d'utilisation urgente, soit en termes de projets

7. La relation interpersonnelle est la grande absente de la pensée économique qui se focalise sur la relation en tant que moyen d'instrumentalisation de l'autre. Une telle approche de la relation privilégie la forme par rapport à l'esprit et en atténue le contraste avec la transaction. Voir Bruni, Luigino, « *Hic sunt leones: interpersonal relations as unexplored territory in the tradition of economics* », in Gui, Benedetto et Sugden, Robert, *Economics and Social Interaction*, Cambridge, Cambridge University Press, 2005, p. 206-228.

productifs à moyen et long terme. Ainsi, la relation de financement trouve sa place aussi bien dans la vie des personnes privées ou des familles que dans la vie des entreprises ou des collectivités publiques. Chacun de ces acteurs passe successivement par des périodes d’excès et de manque de moyens de liquidités. La relation s’inscrit donc dans une perspective d’ensemble dans la mesure où, dans toute communauté, se côtoient ceux qui disposent temporairement de moyens de paiement oisifs et ceux qui en manquent.

La première fonction économique et sociale du système financier consiste à faciliter, au moyen de relations et de transactions financières, l’harmonisation des rythmes individuels tout en assurant la meilleure utilisation possible des ressources monétaires disponibles. Aussi, tout système financier achemine-t-il plus ou moins efficacement l’épargne oisive vers les besoins les plus aigus – compris en matière d’investissement – en promettant d’assurer non seulement la reconstitution de l’épargne mais encore son accroissement sur fond de croissance économique.

Selon une définition communément admise aujourd’hui, dans sa mission d’allocation des ressources, le système financier remplit les fonctions suivantes : il assure les services de paiement, il mobilise l’épargne et l’alloue aux projets d’investissement mais, en même temps, il assure la gestion des risques, il en détermine le prix, les consolide et les négocie.

Au-delà de la diversité des situations nationales, on peut distinguer deux modes typiques d’organisation des systèmes financiers contemporains. Différents par leur organisation et par les institutions autour desquelles ils s’articulent, chacun de ces deux systèmes remplit – à sa façon – les fonctions générales mentionnées plus haut. Ainsi, la distinction la plus courante aujourd’hui oppose le système financier propre à l’« économie d’endettement » à celui qui caractérise l’« économie de marché financier ». La terminologie utilisée suggère que la distinction se focalise sur le mode d’enracinement de la finance dans l’ensemble de l’activité économique, et non pas sur la seule technique financière. En effet, le système financier propre à l’économie d’endettement se concentre avant tout sur la mise en place et la pérennité des relations de financement, alors que le système financier caractéristique de l’économie de marché financier se concentre sur la mobilisation des transactions, sa poutre faîtière. Les paragraphes suivants analysent brièvement chacun de ces systèmes. Durant les trente dernières années, le modèle « économie de marché financier » s’est imposé comme un modèle universel aussi bien au niveau national qu’en tant que

moule du système financier mondial⁸. Comme le montrent les pages qui suivent, cette transformation dépasse l'ordre de la technique, elle procède d'une inversion des rapports entre la relation de financement et la transaction au bénéfice de la seconde. Cette inversion, qui est consubstantielle à la financiarisation, modifie en profondeur la place de la finance dans l'économie et la société⁹.

Par souci de simplicité, cette analyse succincte fait abstraction des relations financières privées qualifiées aussi parfois de finance informelle, c'est-à-dire des relations qui ne passent pas par un intermédiaire professionnel mais se nouent entre acteurs qui sont, par ailleurs, dans un rapport de confiance¹⁰. Il s'agit d'une simplification d'autant plus importante qu'avant l'irruption récente de l'intermédiation financière, l'essentiel des relations de financement ne relevaient pas d'institutions spécialisées. Dans une économie d'endettement, la banque est l'institution pivot qui assume l'essentiel des fonctions de la finance. Elle est par conséquent partie à toute relation financière et à la majorité des transactions. Ce sont les banques qui collectent les excédents de liquidités et l'épargne, ce sont elles qui octroient les crédits à l'État ou aux entreprises et qui redistribuent aux épargnants une partie des revenus ainsi collectés. Au moment de l'octroi du crédit ou du dépôt d'épargne, la banque apprécie et évalue le risque, et fixe en conséquence les conditions et les taux. La relation ainsi nouée ne prend pas la forme d'un objet ou d'un titre puisqu'elle fait partie intégrante de la banque. Pendant toute la durée de la relation, cette dernière en suit de près l'évolution et intervient chaque fois qu'un imprévu se produit. Dans un tel système, la banque se rémunère sur le différentiel entre les intérêts débiteurs qu'elle encaisse et les intérêts créanciers qu'elle verse aux épargnants. Ainsi, l'économie d'endettement laisse peu ou pas de place aux transactions secondaires mais, par contre, elle admet la révision négociée des termes d'un contrat pendant la durée de la relation.

Dans une économie d'endettement, les risques financiers sont pris en charge par la prudence que met la banque à gérer les relations

8. Voir les efforts proprement missionnaires de la Société financière internationale (IFC), de la Banque mondiale et du FMI à l'intention des pays en développement ou en transition; voir aussi les transformations survenues dans les pays européens durant la même période.

9. Cette question avait été abordée en profondeur dans Dembinski, Paul H. et Schoenenberger, Alain, *op. cit.*

10. Dembinski, Paul H., « L'impasse de la séduction financière : l'exclusion par la finance », in Baertschi, Bernard, Dermange, François et Dominicé, Pierre (éd.), *Comprendre et combattre l'exclusion – l'exclusion sociale face aux exigences de l'éthique*, Lausanne, Presses polytechniques et universitaires romandes, 1998, p.113-129.

de financement auxquelles elle est partie, ses échéances et son bilan, aussi bien du côté de l’actif que du passif. À cet effet, elle noue et dénoue des relations de crédit et de dépôt particulières. En dernière analyse, la rémunération de la banque dépend de sa capacité à contenir les risques inscrits dans les relations auxquelles elle est partie et du différentiel des taux d’intérêt. Bien que le système financier dans sa version « économie d’endettement » n’ait jamais existé sous sa forme pure, certains pays s’en sont rapprochés plus que d’autres. C’est le cas notamment des économies dites « continentales », ou « rhénanes » selon le terme forgé par Michel Albert, telles que l’économie allemande, suisse, française, italienne, espagnole et, sous certains aspects, nipponne¹¹. Toutefois, l’euphorie financière des dernières décennies, dont il a été question plus haut, a laissé une profonde empreinte sur les pays à l’organisation financière plutôt axée sur la dette en y introduisant une composante transactionnelle de plus en plus importante. En conséquence, le volume des transactions s’est très fortement accru alors que les relations, jadis entre parties identifiables, deviennent anonymes et standardisées.

Dans une économie de marché financier, les relations de financement, consignées dans des titres ou des papiers-valeurs, servent de matière première aux transactions où s’opère une substitution de parties. Les relations étant devenues « trans-itives », l’identité du financeur peut changer et elle devient, par conséquent, sans importance. Le droit des contrats assure le relais au moment de la transaction et prend en charge la transmission intégrale des droits et des engagements du vendeur vers l’acheteur. En conséquence, la relation devient pleinement impersonnelle, anonyme et mécanique, ponctuée de transactions. Le financé n’a pas affaire à un financeur mais à une masse anonyme de financeurs nomades, tous potentiellement prêts à entrer ou sortir dans la relation qui concerne le financé. Aussi, l’organisation de l’activité financière autour du marché donne-t-elle lieu à une forte prééminence des transactions sur les relations de financement. Ainsi, pour ce qui est des bourses des pays de l’OCDE, la part des nouveaux financements (augmentations de capital ou entrées en bourse) dans le total des transactions atteint entre 3 et 5 %. Ceci montre que les transactions portant sur des relations préexistantes représentent la part du lion dans l’activité des marchés boursiers¹².

11. Albert, Michel, *Capitalisme contre capitalisme*, Paris, Seuil, 1999.

12. Dembinski, Paul H. (dir.), *Économie et finance globales. La portée des chiffres*, op. cit.

Bien qu'une « économie de marché financier » n'ait jamais existé à l'état pur, ce mode d'organisation de l'activité financière fait partie de la tradition anglo-saxonne. Aux États-Unis comme au Royaume-Uni, les banques de dépôt et de crédit et les caisses d'épargne ont toujours existé. Il n'en demeure pas moins qu'aussi bien les pouvoirs publics que les entreprises (aussi de taille moyenne) y privilégient traditionnellement le recours au marché pour leur financement. Ceci place le marché financier au cœur de ces économies, et à certains égards aussi au cœur de ces sociétés. En paraphrasant Marx, on pourrait dire que le marché financier, désormais fait de transactions anonymes, se retrouve au cœur d'un monde sans cœur.

L'évolution des systèmes financiers durant les vingt dernières années a très nettement privilégié la transaction au détriment de la relation. Cette tendance s'est manifestée de deux manières parallèles. Au niveau local, les systèmes nationaux privilégiant traditionnellement la relation (économie d'endettement) se sont transformés pour laisser une place accrue aux transactions. Il en est allé ainsi de pays comme le Japon, la France, l'Italie, l'Allemagne ou la Suisse qui, au cours des années 1980 et 1990, ont développé de manière significative des marchés organisés (cf. les figures 7 et 8). Selon les données de la Société financière internationale (IFC), le nombre des pays en développement disposant de marchés organisés est passé d'une vingtaine au début des années 1980, à plus d'une centaine à la fin du ^{xx}e siècle. Parallèlement, au niveau global, ont surgi un ensemble d'interdépendances financières articulées autour des méga marchés mondiaux et relayées par la toile de ramifications locales des plus grandes banques internationales, qui pratiquent les métiers de la banque traditionnelle au niveau régional ou local et agissent comme intermédiaires entre le local et le global. Cette double évolution participe de la prééminence de plus en plus prononcée de la transaction financière sur la relation, prééminence qui est synonyme de financiarisation rapide des économies contemporaines.

Dans l'organisation financière qui se consolide actuellement au niveau mondial, on peut distinguer – à des fins d'analyse seulement – deux niveaux. L'excédent de liquidités et d'épargne présent au niveau local est « repackagé » par les méga-acteurs et acheminé vers les marchés financiers mondiaux. Sur ce véritable marché de gros de la finance (résultant d'une part du couplage des principaux marchés organisés et de la densité des transactions de gré à gré) viennent s'approvisionner en moyens monétaires les principaux acteurs que sont les États et les grandes entreprises. C'est sur ces mêmes marchés que se traitent les titres des géants de l'économie mondiale. Ce marché

mondial est en interaction permanente avec le local par le biais des plus internationalisés d’entre les acteurs bancaires. Au niveau local, les institutions issues des traditions et pratiques indigènes jouent le rôle de détaillants : ils agrègent l’épargne pour l’acheminer au niveau global, auquel ils s’adressent pour se refinancer et auquel ils proposent des produits de placement aux connotations locales, dont le profil risque/rendement particulier serait susceptible d’intéresser les investisseurs globaux. Face à cette évolution, la discussion sur les performances relatives des modèles d’organisation du système financier, encore très animée il y a un quart de siècle, est devenue (momentanément?) sans objet, même si la question théorique reste posée.

Le marché financier – caisse de résonance

Le marché organisé, déjà présenté dans la partie précédente, est à la fois l’icône symbolique et le pivot d’une « économie de marché financier ». Cela étant dit, à l’ombre des marchés organisés, foisonnent des pseudo-marchés, nettement moins transparents, qui abritent l’essentiel des transactions de gré à gré. En tant que lieu de transaction par excellence, le marché organisé, donc transparent et lisible de l’extérieur, non seulement organise la rencontre entre l’épargne qu’administrent les gestionnaires de liquidités et les porteurs de projets d’investissement, mais devient encore le lieu d’expression d’une sorte d’intelligence collective. Il s’agit de ce que le langage courant nomme le « sentiment du marché ». C’est, en effet, sur les marchés qui offrent une visibilité suffisante que se forment les prix des actifs financiers, donc que s’opère l’appréciation des risques liés à ces actifs.

La prétention théorique à la supériorité du marché organisé par rapport à une « économie d’endettement » repose précisément sur l’hypothèse de l’efficacité informationnelle du marché. En vertu de cette hypothèse, au cours du processus de formation des prix, le marché mutualise toute l’information disponible, tant macro- que micro-économique, et produit sur cette base la meilleure image instantanée possible des risques et des potentialités auxquelles les diverses relations financières (actions ou obligations) et l’économie dans son ensemble sont exposées. À l’aune de cette information mise à jour en continu, les détenteurs de portefeuilles peuvent en ajuster le contenu en procédant aux transactions qu’ils auront jugées utiles. En retour, ces transactions contribuent à l’information qui sert de base aux réajustements de portefeuilles ultérieurs. Il en va autrement dans une économie d’endettement dont le marché « synthétiseur » de l’information est absent. L’information qui circule est donc plus disparate, souvent privée ou

confidentielle. Les parties aux relations ne disposant pas de la porte de sortie qu'offre la transaction, utilisent l'information dont elles disposent, d'un côté pour intervenir, en cas de nécessité, auprès de leurs partenaires au sein des relations existantes, pour les inciter à modifier leur comportement. De l'autre côté, les banques utilisent cette information pour ajuster en conséquence les nouvelles relations qu'elles s'approprient à nouer. Aussi, l'efficacité informationnelle d'une économie d'endettement s'exprime par des canaux totalement différents que dans le cas d'un marché organisé. Elle est par conséquent impossible à appréhender par les méthodes standard qui analysent la variation des cours. Cela ne signifie pas toutefois que cette efficacité est nulle.

L'appréciation et la gestion du risque diffèrent grandement entre les deux modèles d'organisation de l'activité financière. Si, dans l'économie d'endettement, la relation est surveillée par les parties en vue d'une éventuelle intervention ou renégociation, la première réaction en cas de doute ou d'imprévu, dans le cadre du marché financier, est de « sortir » de la relation en vendant le titre. En effet, dans ce cas, un risque accru se traduit dans un premier temps par la baisse du cours, donc par une perte sèche pour quiconque se décide à vendre. Dans un second temps, suite à la baisse de « son » cours, l'acteur sous-jacent sera incité à modifier son comportement de manière à « rassurer » le marché. Dans le cas de l'économie d'endettement, les courroies de transmission sont différentes, et la perception d'un risque accru conduit la banque à intervenir auprès du partenaire pour l'inciter à adapter son comportement en conséquence. Si la situation du financé continue à se détériorer, la banque pourra ou devra prendre des précautions unilatérales et constituer des réserves ou provisions qui s'inscriront en diminution de son résultat. On pourrait ainsi conclure que, dans le cas du marché financier, tout risque est pris en charge par la baisse des cours au moment où il est perçu (avant donc qu'il ne se soit matérialisé) ; inversement, toute nouvelle potentialité est immédiatement saluée par une augmentation des cours. Il en va autrement dans une économie d'endettement où la prise en charge de nouveaux risques s'opère de manière progressive en trois temps : intervention immédiate au niveau de la relation de financement, provision en cas d'aggravation, perte sèche seulement en cas de matérialisation du risque. Dans le cas de nouvelles potentialités, la même circonspection prévaut : c'est seulement en cas d'amélioration tangible des résultats que l'économie d'endettement reconnaît leur existence.

L'économie de marché financier est donc nettement plus tributaire des perceptions, des anticipations et des changements d'état d'esprit que l'économie de l'endettement qui se base davantage sur les faits. Par

définition, la première est donc nettement plus volatile et nerveuse, potentiellement névrotique, plus exposée aux comportements grégaires, voire aux mouvements de panique¹³. Le marché financier réagit immédiatement aux nouvelles informations qu’il amplifie et propage, alors que dans une économie d’endettement les processus sont plus lents et plus discrets. Deux arguments opposés s’affrontent ici : pour les uns, largement minoritaires aujourd’hui, l’économie d’endettement serait plus robuste – moins exposée aux crises financières – parce que son mode de gestion des risques permet d’agir dans la discrétion, avec souplesse et sans dramatiser inutilement les situations. Selon l’opinion dominante aujourd’hui, les avantages théoriques de l’économie d’endettement sont plus que compensés par ceux du marché financier qui stigmatise et sanctionne publiquement dès le moindre soupçon et empêche ainsi que les situations problématiques ne dégèrent en crise. L’efficacité de la première solution dépend de la compétence et de la probité des grands capitaines de la finance et de l’industrie, de leur capacité à résoudre les problèmes avant qu’ils ne se posent vraiment. L’efficacité de la solution « marché » dépend, d’une part, de la capacité de celui-ci à résister aux rumeurs, changements d’opinion et autres phénomènes de psychologie collective qui seraient dénués de fondement économique, et d’autre part, de sa capacité à maintenir, en périodes de tension, une liquidité suffisante pour empêcher les blocages et les mouvements de panique subséquents. Le vent de panique qui a soufflé sur la finance mondiale en août 2007 a mis en évidence l’extrême fragilité de cette mécanique.

Les normes comptables sont la courroie de transmission qui réplique au niveau de l’épargne les mouvements des cours qu’enregistrent les marchés. Selon le contenu de ces normes, les effets perçus par les épargnants seront plus ou moins immédiats. La tendance actuelle est à la transparence, c’est-à-dire à la répercussion immédiate de tout changement de valorisation jusque dans les recoins les plus éloignés des comptabilités. En imposant, comme base de comptabilisation, la valeur de marché, les nouvelles normes comptables lient étroitement tous les acteurs financiers à ce cœur dont désormais les battements vont affecter en temps réel toute l’économie¹⁴. L’inflexion récente des

13. Mackay, Charles, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, Amherst, N.Y., Prometheus Books, 2001 ; Kindleberger, Charles P., *op. cit.* ; Girard, René, *Je vois Satan tomber comme l’éclair*, Paris, Librairie générale française, 2001.

14. Véron, Nicolas, Autret, Matthieu et Galichon, Alfred, *L’information financière en crise. Comptabilité et capitalisme*, Paris, Odile Jacob, 2004 ; un compte rendu a été publié dans *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 21, *op. cit.*, p. 115-118.

normes comptables vers la valeur de marché s'explique par le souci des régulateurs d'imposer une transparence et une véracité maximales des états financiers. Ce faisant, les régulateurs ont pris l'option, discutable par ailleurs, que le marché était l'oracle de la vérité. Dans le même ordre d'idées s'exprime aussi la méfiance des régulateurs par rapport à ceux des acteurs financiers qui disposeraient d'une information plus actuelle et chercheraient à en tirer profit au détriment d'autres acteurs, plus éloignés de cette information, d'où la sévérité de la répression des « opérations d'initiés ». Toutefois, en dépit de toutes ces bonnes raisons, la transmission quasi immédiate des signaux émanant du marché même aux protagonistes les plus éloignés, augmente la « nervosité » de tout le système puisqu'elle supprime le relais – que constituait l'information différée – permettant, par exemple, la décantation des rumeurs et autres perceptions trop hâtives du risque. Le resserrement des comptabilités autour des signaux du marché s'inscrit pleinement dans la perspective de la financiarisation accrue de nos économies. Cela étant, l'exigence de transparence s'étend aussi aux actifs financiers qui ne sont pas cotés sur les marchés organisés et dont, par conséquent, les cours relèvent d'estimations ou d'appréciations non validées par un marché organisé. Quelle est la « qualité », la véracité de l'information comptable ainsi produite ? Cette manière de faire n'offre-t-elle pas de vastes moyens pour camoufler des risques dont les opérateurs peu scrupuleux ne voudraient pas qu'ils disent leur nom ? C'est bien les questions que soulèvent les évaluations qui avaient été faites, avant l'été 2007, des contrats liés aux hypothèques américaines dont la valeur était estimée et non validée faute de marché correspondant.

Faute de marché, ce sont les agences de notation qui prennent le relais en attribuant des notes de bonité aux divers actifs suite à un examen supposé sérieux. La crise de 2007-2008 montre à l'évidence qu'à la fois la compétence et la position des agences ne sont pas dépourvues d'ambiguïté. En effet, elles n'ont pas la science infuse¹⁵.

Vers une finance d'intermédiation pure

Le fait que l'organisation de la finance globale s'inspire davantage du modèle « marché financier » que du modèle « endettement », donc privilégie la transaction par rapport à la relation sous-jacente, pose quatre problèmes. Le premier a trait à la focalisation de toute activité sur la valeur de revente, le deuxième à l'extension de la notion de risque, le troisième à l'inversion possible des finalités au sein du

15. Bébéar, Claude, *op. cit.*

binôme relation/transaction, le quatrième enfin à la désintermédiation et au repli des professionnels de la finance sur le rôle d’intermédiaires.

En privilégiant la valeur de marché, donc la valeur de revente lors d’une transaction, par rapport au flux de revenus stipulé par la relation sous-jacente, la logique financière incite le détenteur d’un titre à être extrêmement sensible à l’évaluation qu’en fait le marché. Obnubilé par le souci d’augmenter la valeur de son épargne, le porteur du titre aura, par conséquent, tendance à envisager le court plutôt que le moyen voire le long terme, plus risqué. Il deviendra plus sensible aux effets de mode, aux rumeurs, et les difficultés l’inciteront à fuir pour éventuellement réaliser une plus-value. Par ailleurs, à partir du moment où ses positions s’accroissent et sa réputation s’améliore, le détenteur du titre ou son gérant pourraient être tentés par des gesticulations avec l’intention de déclencher un mouvement des autres acteurs du marché à acheter ou à vendre, ce qui ferait bouger le cours dans la direction qui les intéresse. De la même manière, ces actionnaires pourraient être tentés d’influencer, directement ou indirectement, la société cotée pour la pousser à agir dans la direction que le marché souhaite. Là encore, le souci de la transaction à court ou moyen terme peut facilement prévaloir sur les préoccupations liées à la viabilité à long terme de la relation sous-jacente¹⁶.

Dans le contexte où la valeur de sortie est la préoccupation unique de l’épargnant, ce dernier sera enclin à prendre en compte tous les facteurs susceptibles d’influencer la valeur de son titre, y compris ceux qui ne sont pas directement en rapport avec lui. La notion de risque s’élargit alors pour englober le comportement éventuel des autres participants du marché. La théorie de la finance dite comportementale s’attache ainsi à anticiper la valeur des titres en fonction du comportement des autres acteurs du marché. De cette manière, il n’est plus question de se référer à la « vraie » valeur liée aux fondamentaux économiques, mais à la perception du marché et à la valeur que ce dernier retiendrait. Ce glissement conceptuellement important dénote le déplacement de l’attention des opérateurs vers la psychologie des marchés au détriment du contenu économique¹⁷.

L’accent mis sur la valeur de revente, alimenté par une cupidité exacerbée par l’ethos de l’efficacité, au détriment de la relation sous-jacente, peut entraîner des comportements pervers qui consisteraient à

16. George Soros n’a-t-il pas été accusé d’avoir déclenché la crise asiatique en donnant le signal à ses fonds d’investissements de quitter la Thaïlande ?

17. Shiller, Robert J., *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press, 2000.

susciter des relations de financement dans le seul but de les transformer ensuite en objets de transactions. C'est bien ce type de comportement que la Banque des règlements internationaux a qualifié de stratégies d'« originate and distribute », et qu'elle a dénoncé dans son rapport annuel 2007. Des intermédiaires intéressés à la plus-value et aux commissions, auraient entraîné les couches les plus vulnérables de la population américaine sur le marché des crédits hypothécaires dans le seul but de revendre les titres correspondants de gré à gré à d'autres institutions financières. La découverte de l'insolvabilité de ces relations a fait trembler la finance mondiale sur ses assises en été 2007. Ce cas est symptomatique de l'inversion des finalités que la financiarisation opère au sein du binôme relation/transaction. En effet, dans la logique de l'économie du marché financier, la transaction apparaît comme étant au service de la relation sous-jacente, elle lui donne de la flexibilité et en préserve la pérennité. Il en va autrement lorsque la relation est instrumentalisée par la transaction. Dans cette perspective, seule compte la valeur de revente. Moyennant une information adaptée, des notations en conséquence, un certain nombre de précautions et une atmosphère euphorique comme lors du boom des dot-coms, la valeur d'un titre peut être rendue indépendante de la relation sous-jacente. En effet, lors d'une euphorie de ce genre, des titres reposant sur des projets irréalistes se sont arrachés à des cours astronomiques. La tendance au découplage durable entre relation et transaction, si elle venait à se généraliser, serait de nature à mettre en doute le bien-fondé théorique de la supériorité du marché financier.

Le fait de privilégier la transaction par rapport à la relation incite certains opérateurs à mettre sur pied des « produits » peu transparents destinés uniquement à des épargnants et qui rapportent à leurs auteurs des commissions importantes. Ces produits sont créés non pas pour être détenus mais pour être vendus. De telles pratiques nourrissent la méfiance entre les professionnels, comme le montre la crise de confiance entre les grandes banques internationales qui ont cessé en été 2007 de se faire crédit, donc de se faire confiance, et les incitent à limiter encore leur rôle traditionnel de banques commerciales pour se restreindre à la seule mise en rapport entre l'acquéreur ultime et l'originateur du titre. Cette tendance, qualifiée de désintermédiation, comporte le risque – dénoncé par la BRI dès 2006 – de voir les institutions qui gèrent l'épargne placer dans les portefeuilles des petits épargnants des titres dont ces derniers n'ont pas les moyens d'apprécier les paramètres de risque et de rendement. La désintermédiation entraîne donc potentiellement la dissémination des risques au-delà du cercle de ceux qui ont les moyens de les comprendre et de les maîtriser.

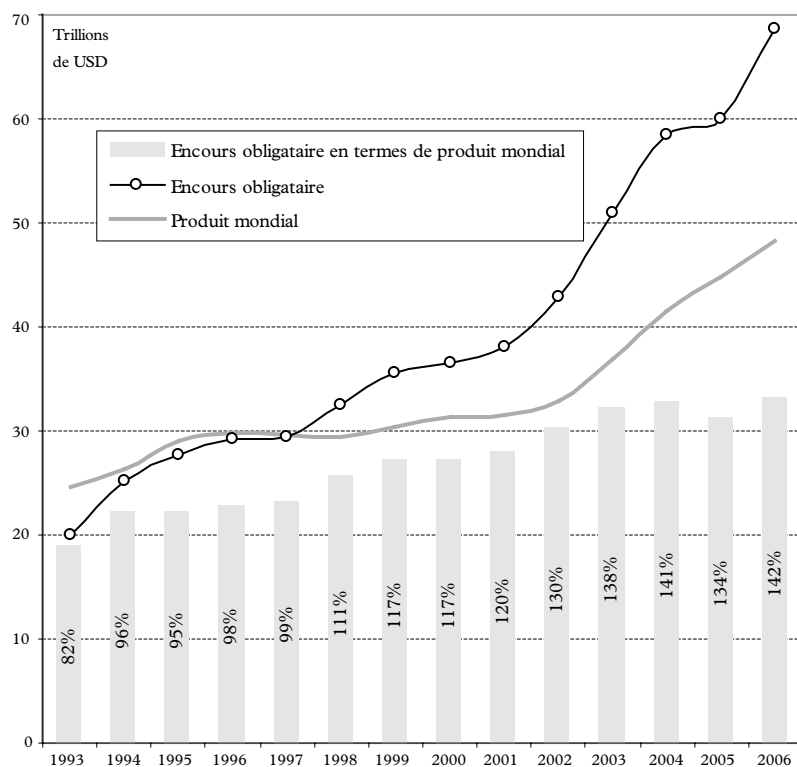
Relation – transaction : ordres de grandeur statistiques

L'évolution des systèmes financiers a effectivement mis en exergue l'affirmation de la primauté de la transaction financière au détriment de la relation. Il n'est donc pas étonnant de trouver la transaction au cœur du dispositif statistique et intellectuel de la finance contemporaine. Avant de passer en revue les mesures statistiques les plus importantes de l'activité financière, il est important de rappeler les difficultés conceptuelles et techniques sous-jacentes.

- La première difficulté tient à distinguer au niveau des statistiques disponibles la transaction financière de la relation qui la sous-tend. Cette difficulté vient du fait que l'essentiel des mesures statistiques se concentrent sur la partie la plus visible de l'iceberg de la finance, à savoir le marché organisé, lieu par excellence de la transaction.
- La deuxième difficulté concerne le recoupement et la mise en rapport problématique des observations ponctuelles; en conséquence une vue d'ensemble consolidée fait défaut. En effet, à ce jour, un cadre méthodologique unifié et généralement accepté pour saisir l'ensemble de l'activité financière n'existe pas. Des approximations pour saisir les flux du fonds existent, mais aucune n'est ni pleinement satisfaisante, ni partagée au niveau international. Il n'en demeure pas moins que les efforts intergouvernementaux qui ont abouti à créer le Financial Stability Forum vont dans la bonne direction. Cette carence traduit les difficultés conceptuelles qui restent à surmonter avant d'aboutir à une interprétation partagée de l'activité financière contemporaine.
- La troisième difficulté enfin est liée aux risques de double comptage et d'omission. En l'absence d'un cadre méthodologique cohérent, le regard statistique est motivé par les besoins institutionnels, fiscaux, de surveillance ou de régulation. Ainsi, les sources liées à la surveillance des marchés rendent compte avant tout des transactions, alors que les sources de la surveillance bancaire évaluent davantage des relations de financement par le biais des bilans bancaires. En dépit de ces difficultés et de ces réserves, des observations ponctuelles maniées avec précaution permettent tout de même de saisir statistiquement la partie visible de l'iceberg de la finance contemporaine.

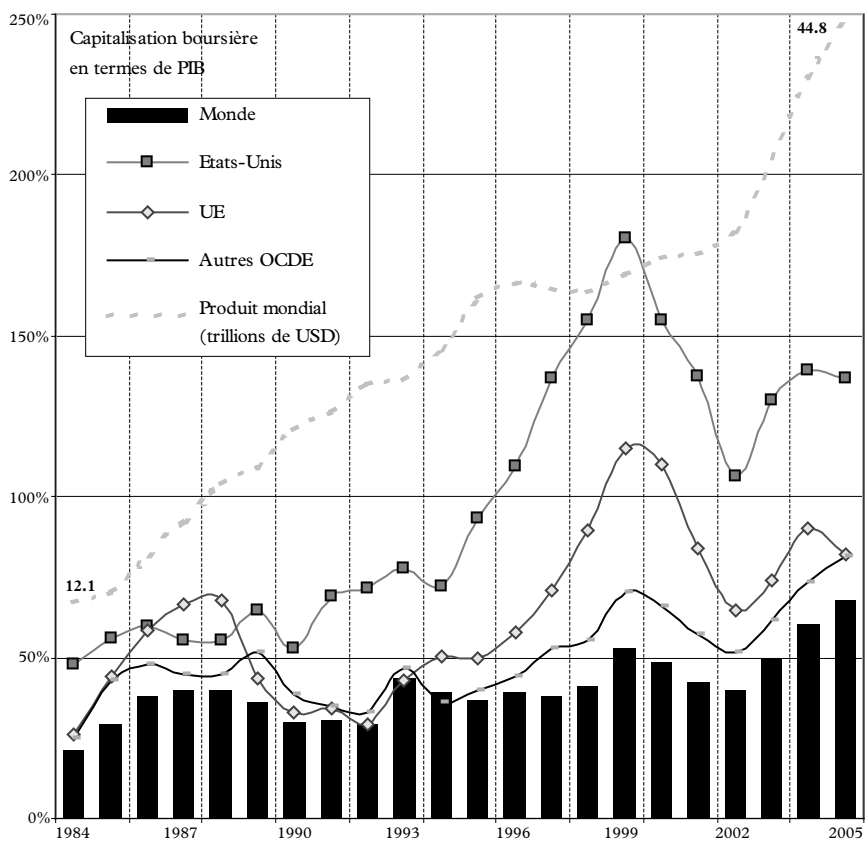
Une série de graphiques donne une idée du développement fulgurant qu'ont connu les transactions et les relations financières durant le dernier quart de siècle.

Figure 5 : Encours obligataires et produit mondial



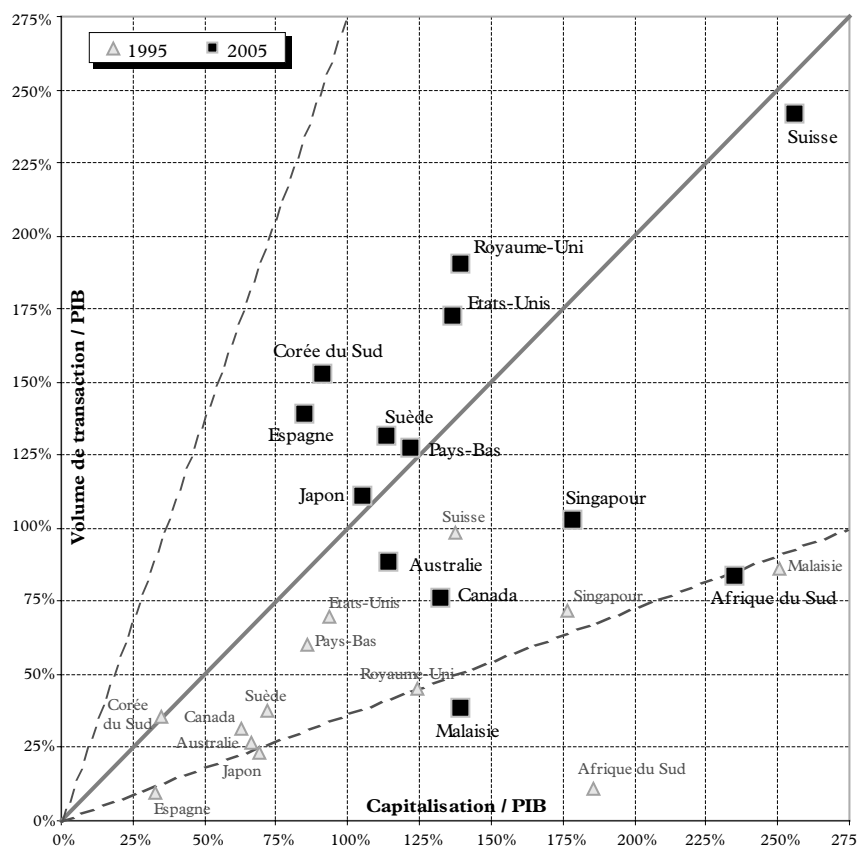
© Observatoire de la finance, 2008 [www.obsfin.ch]
 Données primaires : Société financière internationale

Figure 6 : Capitalisation boursière en moyenne par pays et produit mondial



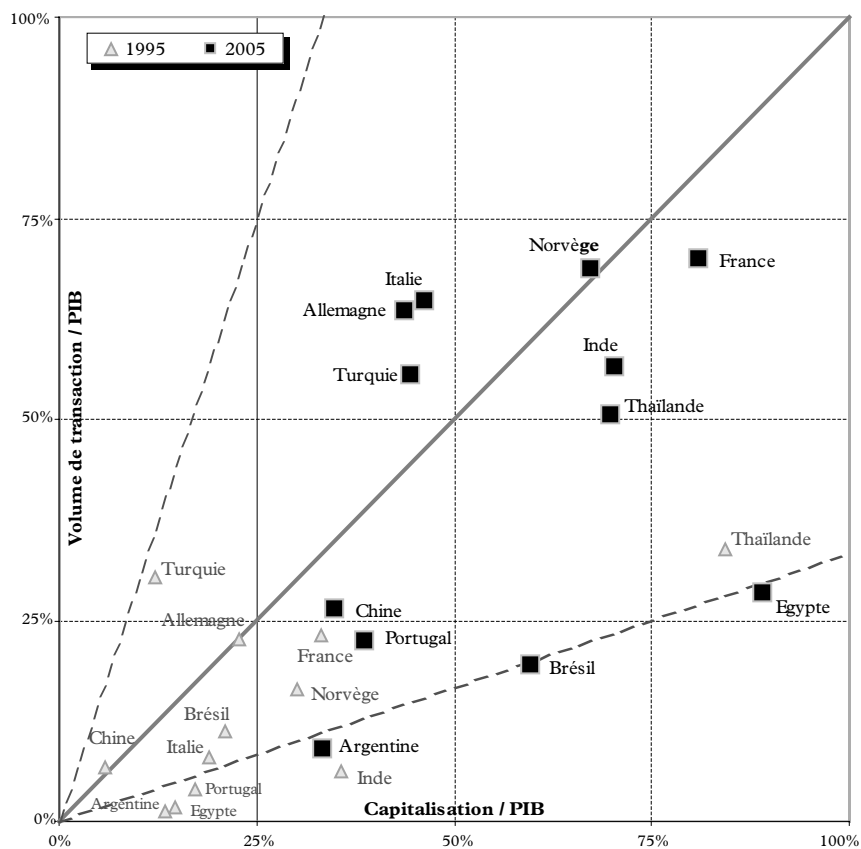
© Observatoire de la finance, 2008 [www.obsfin.ch]
 Données primaires : Société financière internationale

Figure 7 : Croissance des marchés boursiers en termes de capitalisation et de transactions entre 1995 et 2005. Pays à évolution rapide



© Observatoire de la finance, 2008 [www.obsfin.ch]
Données primaires : Société financière internationale

Figure 8 : Croissance des marchés boursiers en termes de capitalisation et de transactions entre 1995 et 2005. Pays à évolution lente



© Observatoire de la finance, 2008 [www.obsfin.ch]
Données primaires : Société financière internationale

Pour ce qui est des relations, il s'agit de rappeler les chiffres mentionnés dans la première partie, lorsque les méga-acteurs ont été présentés (cf. figure 2). Les bilans bancaires sont estimés à environ la moitié du produit mondial, ceux des assurances privées à environ un quart, tandis que les avoirs des principaux fonds de pensions représentent la moitié de ce produit. À cela viennent s'ajouter les relations issues des encours obligataires (cf. figure 5) dont le montant frôle aujourd'hui une fois et demie le produit mondial. Pour ce qui est des relations de financement liées aux sociétés par action, seules celles traitées sur les marchés boursiers peuvent être évaluées. La figure 6 présente non pas le total de la capitalisation boursière mondiale qui correspond environ à un produit mondial, mais la moyenne arithmétique par pays. Il y a dix ans, elle correspondait à un peu plus de la moitié du produit mondial. D'une manière très approximative, la valeur des relations de financement existant aujourd'hui dans le monde peut ainsi être évaluée à environ quatre fois le produit mondial. Il y a dix ans, elle s'élevait à environ deux produits mondiaux de l'époque. En dix ans le volume des relations financières aurait donc doublé en termes relatifs, par rapport au produit mondial.

Pour ce qui est du volume de transactions, les figures 7 et 8 sont éloquentes. Elles présentent les évolutions de la capitalisation et du volume de transactions en termes de produit mondial pour les vingt-cinq marchés boursiers parmi les plus importants du monde. L'axe des abscisses permet de situer la capitalisation de chaque marché boursier en termes de PIB du pays correspondant, alors que l'axe des ordonnées fait de même pour le volume de transactions. La trajectoire de chaque marché entre 1995 et 2005 permet de distinguer la dynamique de la capitalisation et celle des transactions. La figure 7 présente une vue d'ensemble avec des échelles allant de 0 à 275 %, alors que la figure 8 est un zoom sur le cadran allant de 0 à 100 et ne contient que les pays dont les trajectoires 1995-2005 s'inscrivent dans cet espace.

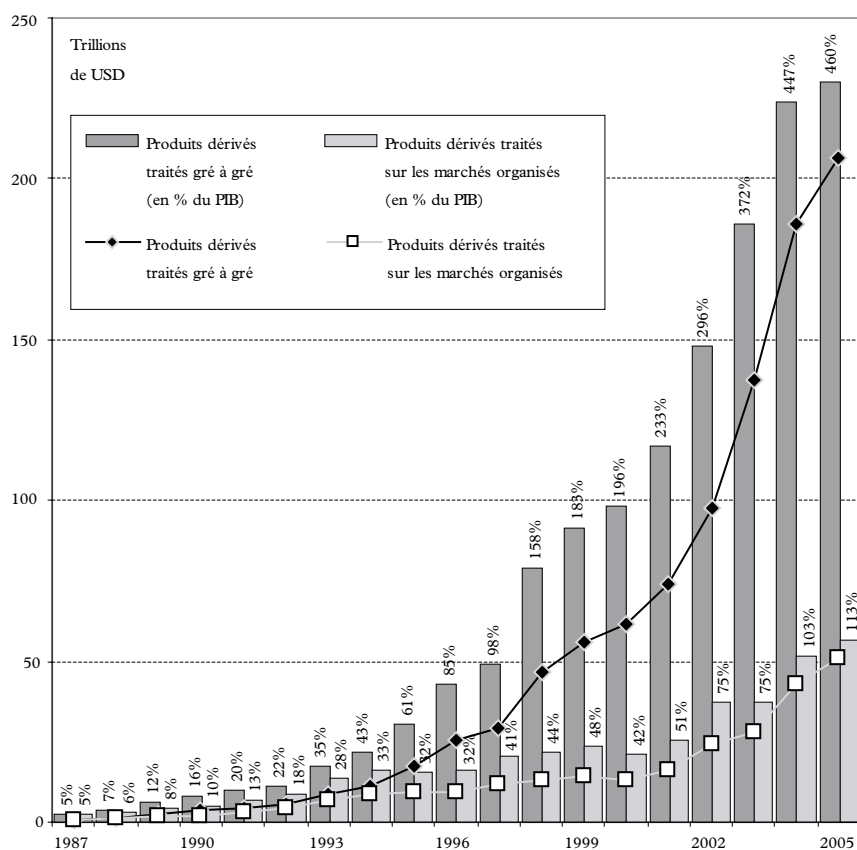
La diagonale, présente sur les deux figures, indique un sentier théorique d'expansion où le rapport entre capitalisation et transactions est durablement égal à un. Cela signifie qu'en moyenne, sur un tel marché, chaque titre change de mains une fois par année. Tous les marchés dont le développement se situe sur une droite passant par l'origine, ont évolué en maintenant un rapport stable entre capitalisation et transaction. Cela a été, à peu près, le cas de pays comme le Canada et la Suisse sur la figure 7, de la France, de la Chine, de l'Argentine et de l'Égypte sur la figure 8. Deux pays, la Malaisie et la Thaïlande, méritent une attention spéciale : leurs bourses se sont contractées (en termes de PIB) dans le sillage de la crise asiatique,

en termes de capitalisation et de transactions pour la Malaisie et de capitalisation seulement pour la Thaïlande. La Corée du Sud, autre pays touché par la crise asiatique, a augmenté à la fois le volume des transactions et celui de la capitalisation.

Les évolutions des plus grands marchés mondiaux comme Londres, New York ou Tokyo méritent d’être soulignées : ils ont connu une ascension quasiment verticale, ce qui dénote une extension nettement plus forte du volume des transactions que de la capitalisation ; pour Londres et Tokyo le volume de transactions a été multiplié par quatre. Parmi les marchés de moindre importance, l’Espagne et l’Afrique du Sud ont également connu une explosion des transactions. L’augmentation des transactions plus rapide que celle de la capitalisation indique que le taux de rotation des titres s’accélère, c’est-à-dire qu’ils changent, par exemple, quatre fois de mains dans l’année et non une fois par an comme cela aurait été le cas sur une trajectoire diagonale.

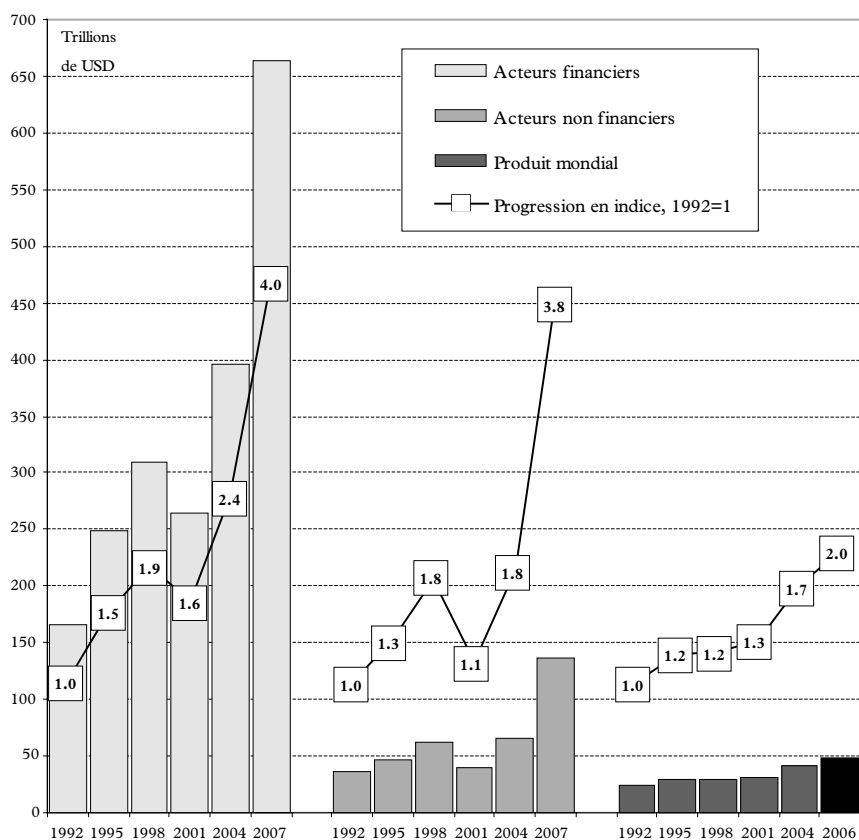
À l’issue de cette analyse rapide des marchés boursiers, on peut conclure que le volume de transactions boursières avoisine aujourd’hui l’équivalent d’un produit mondial, alors qu’il s’élevait à environ un tiers en 1995. Aux transactions boursières il faut ajouter celles portant sur les obligations que – faute d’estimations – nous allons supposer égales aux encours. Les deux autres figures (9 et 10) présentent les évolutions des transactions sur des actifs particuliers que sont d’un côté les dérivés – en valeur notionnelle, c’est-à-dire celle du sous-jacent – (figure 9), et les transactions de change (figure 10). Ramenées au produit mondial, les transactions sur dérivés passent de 1 à près de 6 produits mondiaux, alors que le marché des changes passe de 9 à 18 produits mondiaux. Pour les dérivés, le gros de cette augmentation se produit dans les transactions de gré à gré alors que pour les transactions de change elle concerne celles effectuées entre acteurs financiers.

Figure 9 : Volume annuel de transactions sur produits dérivés



© Observatoire de la finance, 2008 [www.obsfin.ch]
Données primaires : Banque des règlements internationaux

Figure 10 : Volume annuel de transactions de change



© Observatoire de la finance, 2008 [www.obsfin.ch]
Données primaires : Banque des règlements internationaux

En récapitulant, en 1995, le volume de transactions financières s'élevait à 2,5 produits mondiaux sans transactions de change et à 11,5 avec; en 2005, les volumes correspondants étaient respectivement de 7 et de 25. En ramenant ces ordres de grandeur à ceux, mentionnés plus haut, concernant les relations, soit environ à 2 produits mondiaux en 1995 et 4 en 2005, on constate que le rapport transactions/rerelations serait passé en dix ans de un à deux, sans transactions de change, et qu'il serait maintenu à environ cinq en tenant compte de ces relations. En simplifiant à l'extrême, on pourrait dire que dans chaque relation, deux fois dans l'année, intervient une substitution de parties par la transaction, alors qu'il n'y en avait qu'une il y a dix ans.

Les ordres de grandeur articulés ici pour les dix dernières années mettent en évidence l'aboutissement d'un changement profond dans la logique de l'activité économique. Si on laisse de côté les turbulences liées aux transactions de change, en 1995, le processus de création d'une unité de valeur ajoutée (répertorié dans le produit mondial annuel) était sous-tendue par des relations d'une valeur de deux fois supérieure. En moyenne, pendant l'année, dans ces relations intervenait un seul changement de parties via la transaction. En 2005, le même processus de création de valeur ajoutée reposait sur un tissu de relations financières relativement deux fois plus dense, avec des changements de parties intervenant deux fois par année.

Les données statistiques ne captent que les dix dernières années d'un processus qui a sans aucun doute commencé avec le début des « années euphoriques ». Les données statistiques ne permettent pas de le retracer avec précision. Il n'en demeure pas moins que, selon certaines estimations encore fragmentaires, il se pourrait qu'au début des années 1970, le volume de transactions financières ait été égal à moins de la moitié du produit mondial. Si ces estimations venaient à se confirmer, le rapport entre valeur ajoutée et transactions financières (avec transactions de change) aurait été multipliée par un facteur de 50! En d'autres termes, aujourd'hui pour 1 dollar de valeur ajoutée produite, il y a parallèlement 25 dollars échangés sur les marchés financiers, alors qu'il y a trente-cinq ans, il n'y avait que 50 cents!

L'essentiel des transactions financières concerne les méga-acteurs économiques et les marchés financiers des pays dits développés. En effet, l'expansion des activités financières, mesurée en valeur absolue, n'a été que peu importante dans les pays émergents. Ramenée à l'activité économique des pays de l'OCDE, la valeur des transactions mondiales (sans transactions de change) équivaut aujourd'hui à environ vingt fois leur PIB.

En dépit d’un certain nombre de crises qui ont secoué la finance mondiale durant les trois dernières décennies, la tendance générale de l’évolution du système vers une capacité transactionnelle toujours accrue n’a pas été fondamentalement remise en cause. Qu’il s’agisse de la crise de la dette des années 1980, de la crise asiatique ou russe, des crises à répétition en Amérique latine, ou des effondrements d’acteurs tels que LTCM ou Enron, la réponse a été chaque fois de promouvoir la création de nouvelles possibilités de transactions et de nouveaux types d’actifs.

Les intermédiaires financiers sont devenus de véritables méga-acteurs de l’économie mondiale, autant par le volume des ressources qu’ils sont capables de mobiliser, que par le caractère global de leur présence et par l’éventail des services et des compétences dont ils disposent. Toutefois, il semblerait au travers des chiffres que l’activité « bâtisseurs de relations » de ces méga-acteurs ait été quelque peu subordonnée à celle, aussi plus rentable, d’« opérateurs de transactions ».

L’explosion récente du volume des transactions financières suggère que le développement du système financier mondial aboutit aujourd’hui à une hypertrophie de la fonction « gestion, appréciation et répartition du risque ».

La finance et le reste de l’économie

Le langage courant aime à opposer « finance » d’un côté et « économie réelle » de l’autre. Même si cette dichotomie est commode, elle manque de justification empirique pour au moins deux raisons complémentaires. D’abord, l’activité financière est une activité comme toute autre activité économique, elle génère de la valeur ajoutée et contribue ainsi au produit national. Dans la plupart des pays, elle appartient d’ailleurs aux secteurs les plus productifs de l’économie en termes de valeur ajoutée par employé. Ensuite, la finance et l’économie réelle sont étroitement liées. En effet, les événements financiers (variations de taux ou de cours) influencent le comportement des acteurs dans la sphère réelle (ménages, entreprises, ou État) alors que l’inverse n’est pas toujours vrai. Paradoxalement, en dépit de son importance cruciale pour l’économie, le rapport d’interdépendance entre ces deux sphères est peu prisé par les chercheurs en économie et n’a jamais été élucidé définitivement. Ce sont d’ailleurs les incertitudes sur les courroies de transmission entre la finance et l’économie réelle qui expliquent les

hésitations des banques centrales sur la politique à mener face aux turbulences financières, notamment au début de l'année 2008¹⁸. À défaut d'études précises, les opinions divergent : elles vont de la thèse du « diktat » financier à celle de la finance « miroir » de l'économie réelle. La Banque des règlements internationaux rappelait de manière inhabituellement claire dans son rapport 2007 que l'économie n'était pas une science exacte, et que les réponses à la question du rapport entre l'économique et le financier variaient en fonction des circonstances historiques et des choix politiques¹⁹. L'alternative posée dans le titre du présent ouvrage saisit un des dilemmes socio-économiques les plus importants parmi ceux auxquels nos sociétés sont confrontées : voulons-nous une finance servante ou une finance trompeuse ? Une finance finalisée ou une finance finalisante ? Une finance au service de l'économie réelle ou une finance ayant une emprise totale sur elle ?

Avant de reprendre cette question dans la troisième partie, il s'agit de poursuivre l'examen de l'hypothèse selon laquelle la financiarisation serait un principe organisateur émergent qui donne cohérence et efficacité à notre système socio-économique. En vertu de cette hypothèse, le processus de financiarisation ne saurait se limiter à la seule sphère financière. Il étendrait son influence jusque dans l'économie dite réelle et, par-delà, dans la vie quotidienne de tout un chacun. Ainsi donc, même si des auteurs, comme Maurice Allais, comparent le marché financier au casino, l'analogie est limitée à cause du lien étroit, et instable, qui relie la finance à l'économie dite réelle²⁰.

En dépit des définitions disparates du secteur financier, les estimations convergentes situent la contribution des activités financières au produit national des principaux pays de l'OCDE dans une fourchette allant de 5 à 10 % ; des pays comme le Luxembourg, la Suisse ou le Royaume-Uni se trouvant nettement vers le haut, voire en dehors de cette fourchette²¹. Dans la plupart des pays, la contribution des activités financières au produit national s'est accrue – de deux à trois points de pourcentage – durant la décennie écoulée.

18. Galbraith, John K., *The Great Crash 1929*, London, Penguin Books, 1975 ; Abegg, Werner, Blatensperger, Ernst, *et al.*, *Banque nationale suisse 1907-2007*, Zurich, NZZ Libro, 2007.

19. BRI, *Rapport annuel 2007*, Bâle, avril 2007 ; voir notamment le chapitre des conclusions.

20. Allais, Maurice, *La crise mondiale d'aujourd'hui. Pour de profondes réformes des institutions financières et monétaires*, Paris, Clément Juglar, 1999.

21. Deutsche Bank Research, 19 mars 2007.

Cette valeur ajoutée générée par le secteur financier se compose de l’ensemble des salaires et autres rémunérations du travail que ce secteur verse, de la rémunération des fonds propres qu’il rémunère, ainsi que des intérêts qu’il verse. Dans une perspective macro-économique, cette valeur ajoutée correspond à un coût, un coût de fonctionnement, que présentent les services financiers pour l’ensemble de l’économie et de la société. En contrepartie de cette charge, l’économie et la société délèguent au secteur financier le soin d’assurer la fluidité des paiements, de collecter l’épargne, de l’acheminer vers les projets d’investissement en nouant les relations nécessaires, et de gérer les risques qui menacent l’épargne déjà accumulée en procédant aux transactions requises²². Clairement, les phases paroxystiques de la financiarisation évoquées plus haut se traduisent par une facture macro-économique accrue. Cette évolution pose deux questions.

La première concerne l’apport de ces activités financières à la croissance économique. Deux arguments sont avancés, notamment dans la littérature du développement, pour justifier la croissance de la finance en termes de sa part au produit national : l’argument de l’extension de l’offre financière (*financial deepening*) et celui de l’accroissement de l’efficacité économique. En dépit de nombreuses tentatives de démontrer le bien-fondé de l’une ou l’autre de ces deux hypothèses à l’aide de données quantitatives, les résultats de telles recherches restent contradictoires. Au point où un article récent sur la question concluait que tout restait encore à faire. La difficulté principale dans une telle démonstration consiste à déterminer la causalité : le développement de la finance est-il la cause ou la conséquence de la croissance²³ ?

La seconde question complète la première. Si la finance, notamment dans sa version actuelle du marché financier, était un luxe que les sociétés riches et repues s’offrent pour assurer (ou pour s’en donner l’impression) leur pérennité matérielle, quel serait le coût maximal qu’elles pourraient supporter pour un tel service ? Selon les ordres de grandeur fournis par l’Association suisse des banquiers, les activités bancaires au sens strict du terme (dépôt et crédits) représentent environ un tiers de la valeur ajoutée

22. Dans *Marchés financiers : une vocation trahie ?* (*op. cit.*), nous posons déjà la question de savoir s’il s’agit d’une valeur ajoutée ou d’une « valeur retranchée », au sens du coût d’opportunité qu’elle présente pour le développement d’autres activités économiques.

23. Trew, Alex, « Finance and Growth: A Critical Survey », in *The Economic Record*, vol. 82, n° 259, décembre 2006, p. 481-490.

totale du secteur, par conséquent les deux autres tiers relèvent de la gestion des transactions²⁴. Vu que la gestion de fortune est une spécialité helvétique, il est permis de penser que la part « transactions » y est un peu surdimensionnée. En conséquence, dans l'hypothèse où la moitié de la valeur ajoutée financière dans les pays de l'OCDE proviendrait des activités liées aux transactions et à la gestion de l'épargne accumulée, cela permettrait de chiffrer le coût annuel de ce service 2 et 3 % du produit de la zone. Ramené au volume de l'épargne, comme évoqué dans la première partie, qui avoisine elle aussi le niveau du produit annuel de la zone, cela donne un coût annuel de l'ordre de 2 % par année. Il s'ensuit que la plus-value que le marché financier doit générer pour que cette dépense vaille la peine du point de vue des épargnants, doit être un multiple du coût du service. Sachant que la viabilité démographique des fonds de pensions suppose un rendement annuel net d'environ 4 %, on aboutit à la conclusion que l'édifice de l'économie de marché financier n'est viable que si, année après année, les transactions parviennent à générer une plus-value brute sur les portefeuilles de plus de 6 %²⁵.

L'augmentation continue des cours et des rendements financiers n'est envisageable que dans deux hypothèses théoriques. Dans le premier cas, un afflux continu de liquidités sur les marchés financiers pousse les cours des titres à la hausse. Une telle hausse aurait pour origine la dynamique des fluides économiques et, même si elle s'avérait durable, elle ne saurait être infinie. Dans la seconde hypothèse, les entreprises financées par les relations sous-jacentes maîtrisent des niveaux de productivité qui leur permettent de croître durablement à un rythme nettement plus soutenu que le reste de l'économie.

La figure 11 fournit quelques éléments si ce n'est d'explication, au moins de réflexion. Elle se concentre sur le cas de l'économie américaine et compare quatre dynamiques sur une période de quarante-deux ans. La comparaison est réalisée à l'aide de la méthode des rendements cumulés qui permet de mesurer le produit à une date donnée d'un investissement d'1 dollar (1964

24. SwissBanking (Association suisse des banquiers), *Swiss Banking – Roadmap 2015*, septembre 2007, p. 8.

25. Suite aux mauvaises performances boursières de 2001 et 2002, les autorités suisses de surveillance des caisses de pensions ont ramené le taux de rendement minimal de 4 à 2,5 %. Cette modification n'a provoqué qu'un débat public limité alors qu'elle a entraîné un ajustement à la baisse des rentes futures et a coïncidé (par pur hasard !) avec l'ouverture des discussions sur l'allongement de la durée de cotisation.

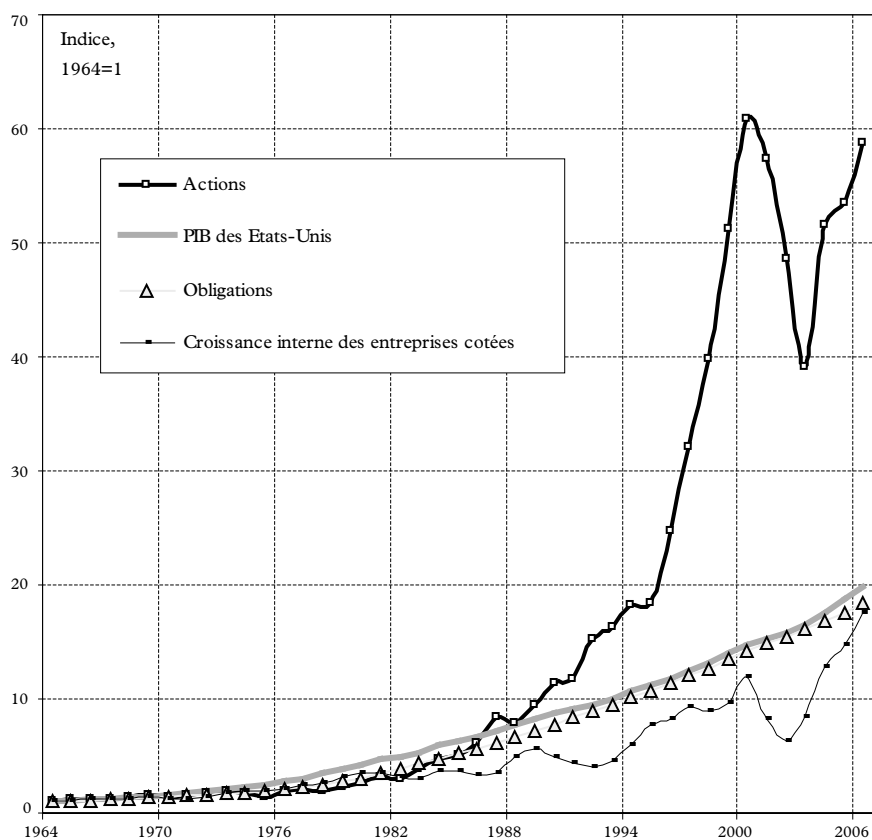
= 1) réalisé en début de période. L’hypothèse retenue ici est que les éventuels versements au titre de dividendes, profits ou rémunérations de prêts, sont réinvestis immédiatement dans le même support d’investissement ou de placement. Les quatre dynamiques comparées ici sont les suivantes :

Pour capter la dynamique du produit intérieur brut américain, on part de l’idée que nous avons affaire à un investissement d’1 dollar dans une entreprise moyenne, non cotée, dont les bénéfices (immédiatement réinvestis) croissent au même rythme que l’économie américaine.

- Les obligations du Trésor américain à dix ans : là encore le rendement de ces obligations est cumulé pour indiquer le réinvestissement immédiat des coupons.
- Le rendement total des placements boursiers est calculé à partir de l’indice Standards & Poor’s 500. L’augmentation de valeur de cet investissement bénéficie à la fois des dividendes réinvestis et de la montée des cours boursiers.
- Le rendement « endogène » des entreprises cotées (les mêmes que celles présentes dans le S&P 500) est appréhendé par le biais de la croissance de leurs bénéfices. À l’instar d’un taux de croissance de l’économie, le taux de croissance des bénéfices est cumulé pour donner une idée de ce que serait la valeur interne des entreprises si elles n’étaient pas cotées.

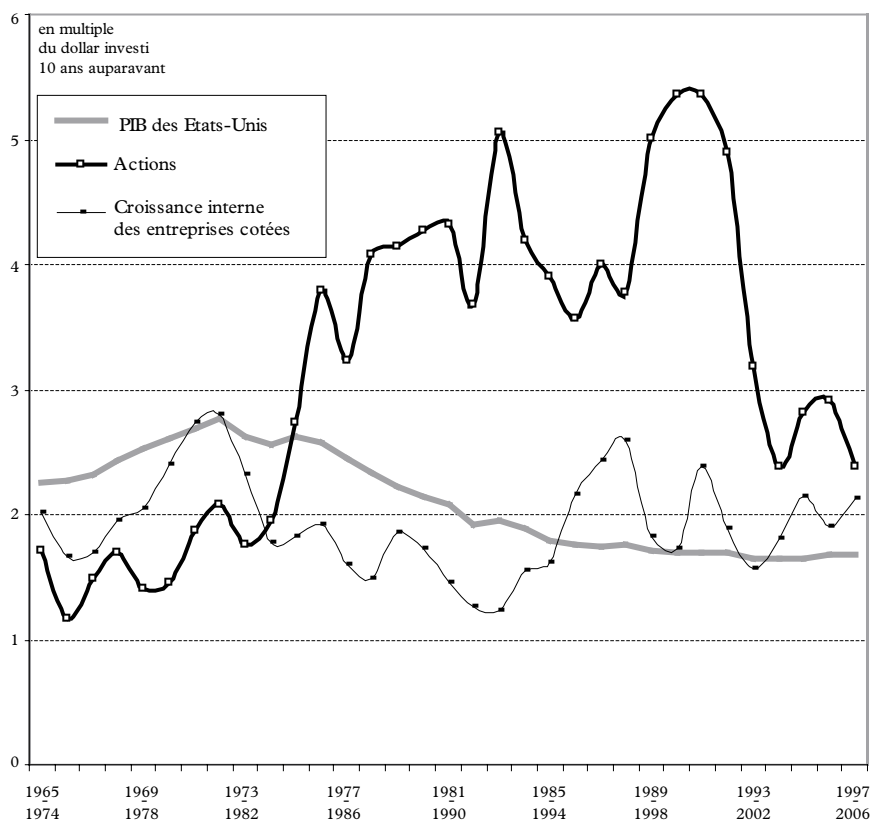
La figure 11 montre un écart astronomique entre, d’un côté, les rendements cumulés, sur quarante-deux ans, des placements boursiers (facteur de croissance 59) alors que les trois autres véhicules d’investissement atteignent des facteurs de multiplication proches de 20. Cet écart est un indice de la poussée financière qui aurait propulsé les titres cotés à des niveaux sans commune mesure avec la performance de l’économie nationale, ni avec celle des instruments de dette, et encore moins avec la performance interne des entreprises que ces titres représentent.

Figure 11 : Rendements économique et financier dans l'économie américaine



© Observatoire de la finance, 2008 [www.obsfin.ch]
Données primaires : Thomson Financial ; et prof. Robert Shiller
[<http://www.irrationalexuberance.com>]

**Figure 12: Rendements cumulés sur dix ans
(moyenne mobile)**



© Observatoire de la finance, 2008 [www.obsfin.ch]
 Données primaires: Thomson Financial; et prof. Robert Shiller
 [http://www.irrationalexuberance.com]

L'indice boursier serait donc le véhicule aux résultats les plus impressionnants, sans commune mesure avec les obligations ni avec l'entreprise représentative de l'économie américaine. Il y a à cela deux explications théoriquement possibles, déjà mentionnées plus haut : (a) les sociétés cotées sont les championnes absolues de la performance économique et elles « tirent » l'ensemble de l'économie – cela est d'autant plus plausible que ces championnes de la productivité sont des entreprises globales et que les sources de leur performance s'étendent bien au-delà du périmètre économique américain ; (b) les méthodes d'évaluation de ces deux types d'investissements sont différentes, notamment du fait d'une prime à la liquidité conséquente qui viendrait rémunérer la « forme » financiarisée des entreprises cotées.

La figure 11 apporte quelques éléments de réponse grâce à la comparaison des deux courbes de rendements cumulés se référant au même ensemble d'entreprises (S&P 500). D'un côté il y a la perspective boursière (rendement total), et de l'autre la perspective « interne » ou réelle qui ne retient que le taux de croissance des profits. Deux observations sautent aux yeux : d'une part l'écart déjà mentionné, d'autre part le fait que le niveau de performance purement économique de ces entreprises les situe systématiquement en dessous de la performance de l'économie nationale. Cette impression est encore confortée par la figure 12 qui compare les rendements cumulés, mais sur dix ans, au travers d'une moyenne mobile, et montre quant à elle que le rendement des investissements boursiers fluctue très fortement durant la période. Après dix ans de croissance raisonnable par rapport aux obligations et à l'économie nationale, suivent vingt ans de surperformance sans pareille qui retombe comme un soufflé après la crise des dot-coms. Aujourd'hui, le rendement cumulé sur les dix dernières années des placements boursiers se rapproche à nouveau des niveaux de l'économie dite réelle. Les années de décollage des rendements boursiers correspondent à celles que nous avons qualifiées plus haut d'« années euphoriques » de la finance, et ce sont aussi celles qui ont vu apparaître les « silos de l'épargne » dont il a également été question plus haut.

Comme mentionné plus haut, les entreprises cotées, ou plus exactement les titres qui les représentent, constituent le pendant indispensable aux avancées de la financiarisation. Ces entreprises sont le lieu privilégié où se noue l'interdépendance entre la finance et l'économie dite réelle. Qui sont les sociétés cotées et comment répondent-elles aux détenteurs ou aux gestionnaires de l'épargne qui sont, en dernière analyse, leurs financeurs ou actionnaires ?

2.3 LES TRÈS GRANDES ENTREPRISES : LE RELAIS DE LA FINANCIARISATION

Comment et pourquoi les entreprises cotées se sont-elles adaptées à la primauté de la transaction sur la relation? Comment ont-elles vécu l’apparition de l’actionnaire de plus en plus nomade et anonyme? Comment la financiarisation les a-t-elle atteintes et avec quelles conséquences? Dans un premier temps un tableau du poids économique et financier des principales entreprises cotées sera dressé, avant de passer à la discussion des principaux changements qui ont lieu en leur sein. Dans la section suivante, il sera question de la manière dont ce processus a été relayé aux clients de ces entreprises. De cette manière, les progrès de la financiarisation seront mis en évidence jusqu’à saisir son impact sur tout un chacun dans ses rôles d’épargnant, de consommateur, et de travailleur, créateur de la valeur ajoutée économique.

Les très grandes entreprises (TGE)

Selon des données approximatives, les titres d’environ 50 000 entreprises sont cotés sur les bourses mondiales. Toutefois les 2 000 entreprises (financières et industrielles) à la valeur boursière la plus forte représentaient en 2005 près de la moitié de la capitalisation mondiale. La part des mille plus grandes sociétés atteignait à elle seule déjà 46 %. Les figures de 14 à 16 (cf. plus bas) montrent que sur les grands marchés de la planète cette concentration frôle les 80 %. C’est dire l’extrême étroitesse de l’attention des marchés boursiers qui se concentrent sur au plus 2 % des entreprises cotées, soit sur une infime proportion de l’ensemble des acteurs économiques de la planète²⁶.

L’analyse économique des grandes entreprises n’est pas aisée à cause du manque de données les concernant. D’une part, aucune statistique nationale ne les appréhende en tant que telles puisque leurs activités débordent du territoire national. D’autre part, les rapports que ces entreprises produisent pour leurs actionnaires et les autorités sont faits dans une perspective comptable ou financière, mais non économique. Finalement leurs rapports sur la marche des affaires sont, eux, descriptifs et donc impossibles à synthétiser statistiquement. En d’autres termes, les données comptables sont la seule base un tant soit peu utilisable, même si elles ne correspondent pas pleinement aux besoins d’une analyse économique, pour éclairer la manière dont la

26. Pour la seule Europe des 27, le chiffre de 20 millions d’entreprises est articulé. Il s’agit plus d’un ordre de grandeur que d’une mesure statistique précise.

financiarisation pénètre et organise le tissu économique et social. Les analyses utilisées ici ont été réalisées à l'aide de diverses banques de données comptables et financières, notamment Thomson Financial²⁷.

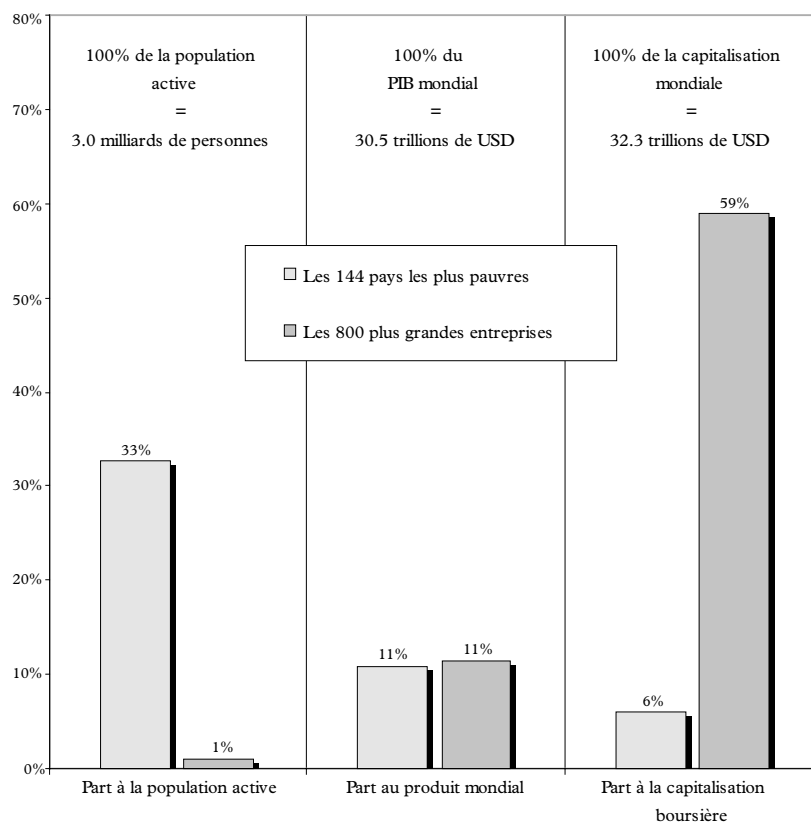
La première question concerne la contribution des huit cents plus grandes entreprises non financières au produit mondial. Selon les estimations de l'Observatoire de la finance présentées dans la figure 13 graphique, cette contribution se situe aux alentours de 11 % du produit mondial. À titre d'exemple, il s'agit d'une contribution qui équivaut à celle des 144 pays les plus pauvres de la planète. Cette contribution est réalisée avec le concours de 30 millions de collaborateurs – soit en moyenne un peu plus de 35 000 par entreprise – à travers le monde, alors que la population active dans les 144 pays les plus pauvres dépasse un milliard de personnes, soit plus de 30 fois plus. Ce multiple de trente capte aussi l'abîme qui sépare la productivité du travail dans ces hauts fourneaux de l'économie mondiale des niveaux atteints par les pays en voie de développement. L'écart par rapport à la productivité moyenne dans les pays de l'OCDE est nettement moins grand, mais reste important, d'autant qu'une part croissante des employés de ces entreprises se trouvent en dehors de la zone OCDE. Les figures 14 à 16 présentent le même type de données, mais dans l'optique de chacun des grands marchés du monde que sont l'Europe, les États-Unis et le Japon.

Le groupe des plus grandes entreprises non financières du monde constitue aussi le fer de lance de la globalisation²⁸. Depuis plus d'un demi-siècle, elles ont tissé un vaste réseau de filiales et redistribuent en permanence, au nom de l'efficacité, au travers de ce dernier leurs activités de production de valeur ajoutée. Aussi, selon des estimations ponctuelles, ce groupe d'entreprises serait-il responsable de plus des deux tiers du commerce mondial des marchandises et d'une part au moins égale des investissements directs internationaux. En d'autres termes, l'ossature de la globalisation est faite avant tout de ces quelques centaines d'entreprises.

27. L'Observatoire de la finance remercie Thomson Financial pour l'accès privilégié à ses ressources statistiques. Une part importante des analyses présentées ici ont été effectuées en collaboration avec le World Business Council for Sustainable Development, fondation ayant son siège à Genève; une version antérieure de ces analyses a été publiée dans *Économie et Finance globale – la portée des chiffres*, op. cit.

28. Dembinski, Paul H., « The New Global Economy: Emerging Forms of (Inter)dependence », in *Globalization – Ethical and Institutional Concerns*, Vatican City, Pontifical Academy of Social Sciences, 2001, p. 83-108; Dembinski, Paul H., *Economie et Finance Globale – la portée des chiffres*, op. cit.; Michalet, Charles-Albert, *Qu'est-ce que la mondialisation?*, Paris, La Découverte, 2002; et Dunning, John H., *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Reading, Addison-Wesley Publishing Company, 1992.

Figure 13 : Les très grandes entreprises et les pays les plus pauvres : une juxtaposition, 2000



© Observatoire de la finance, 2008 [www.obsfin.ch]

Données primaires : Thomson Financial, Datastream Advance ; WorldBank, World Development Indicators ; ILO, Economically Active Population 1950-2010

Figure 14: Poids économique des 1000 plus grandes entreprises européennes

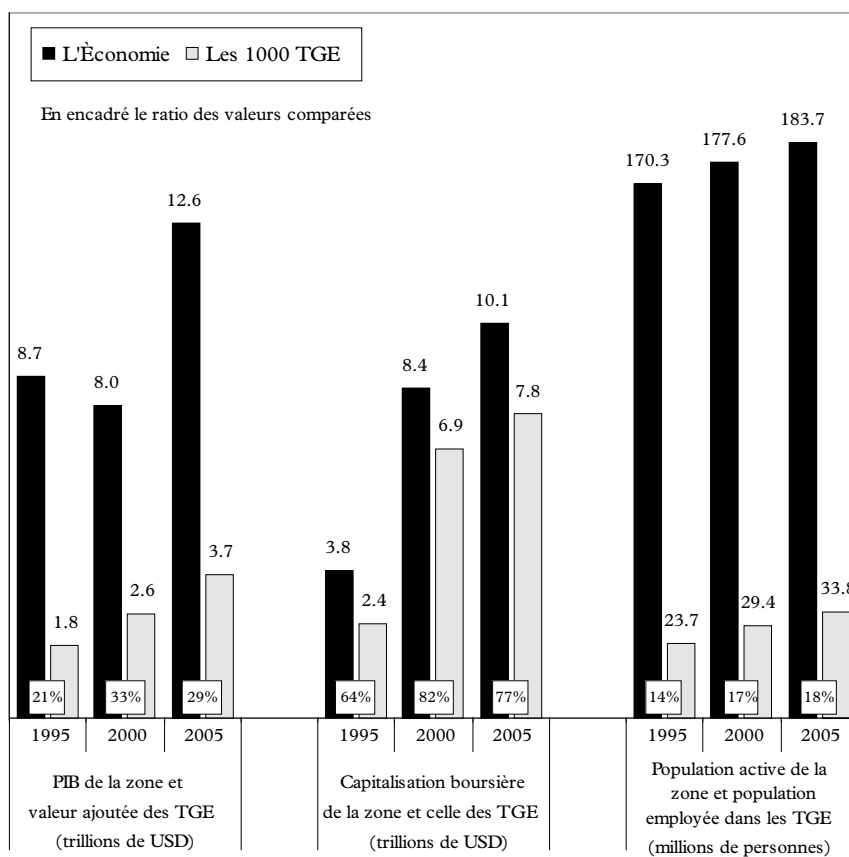
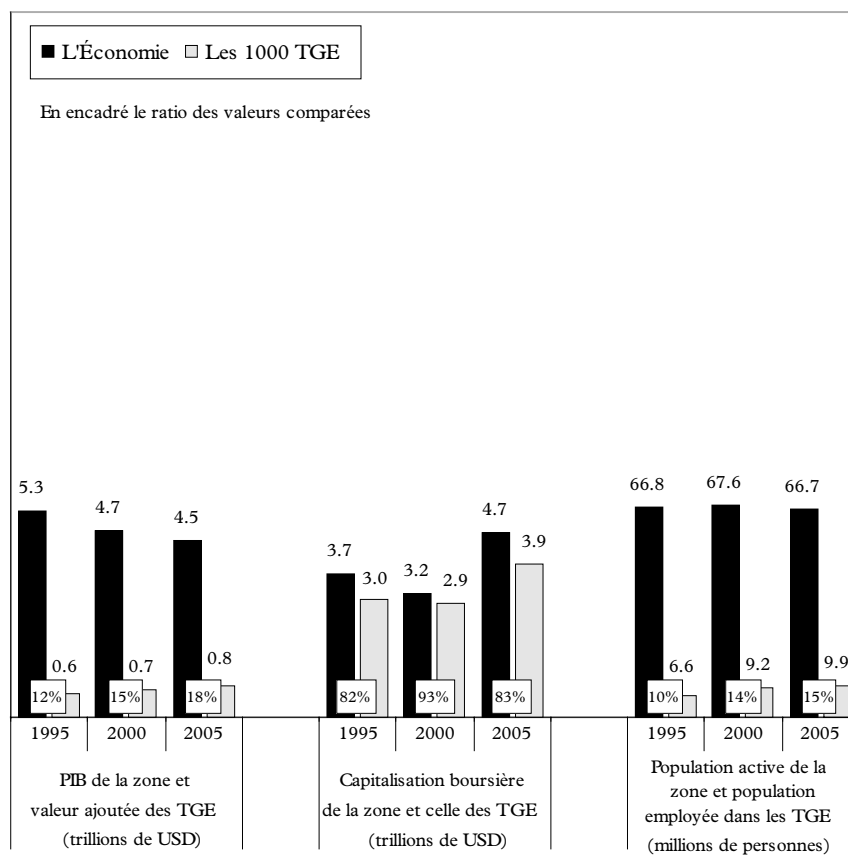


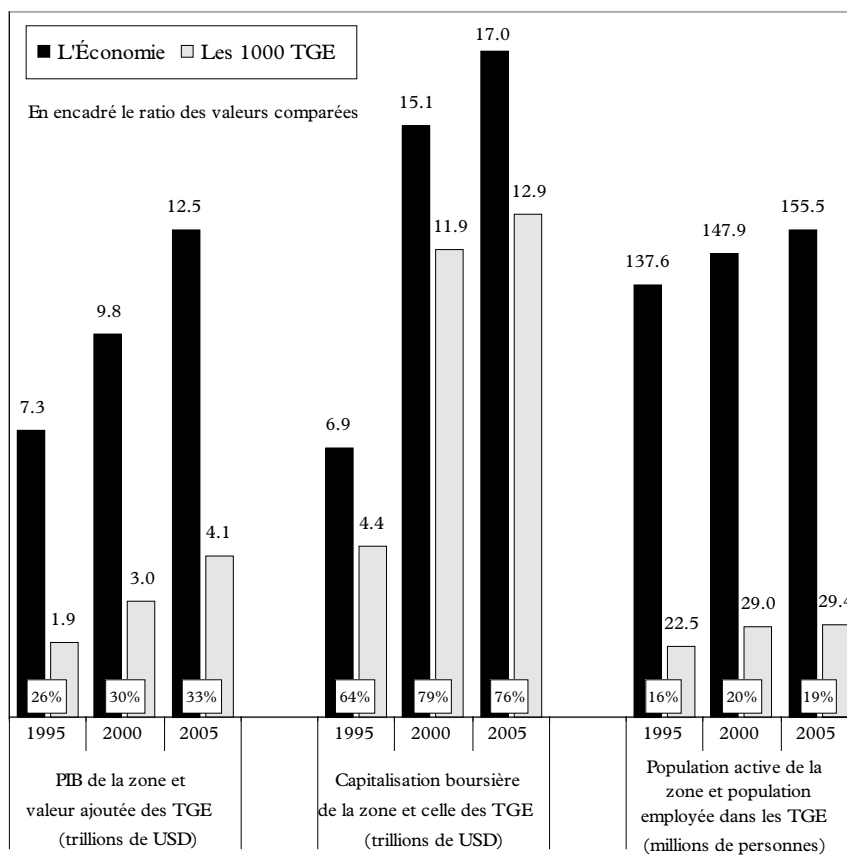
Figure 15: Poids économique des 1 000 plus grandes entreprises japonaises



© Observatoire de la finance, 2008 [www.obsfin.ch]

Données primaires : Thomson Financial

Figure 16 : Poids économique des 1 000 plus grandes entreprises américaines



Pour conclure ce rapide survol statistique, il convient de signaler l’effet de levier économique que ces titans exercent sur l’économie mondiale. En effet, la plupart de ces entreprises occupent le cœur stratégique des « chaînes globales de valeur » au travers desquelles des produits et services les plus sophistiqués sont manufacturés et amenés jusqu’à l’utilisateur final²⁹. Les TGE ne sont pas seules à effectuer ce travail, des myriades d’autres entreprises, souvent plus petites, les y aidant soit en tant que fournisseurs de composants ou de services, soit en tant que distributeurs. Le chiffre d’affaires des TGE non financières donne une idée de l’effet de levier exercé du côté des fournisseurs parce qu’il contient, en plus de la valeur ajoutée générée par le vendeur, celle issue de toute sa chaîne d’approvisionnement. Ainsi, en plus des 11 % du produit mondial qu’elles génèrent directement, les 800 TGE ont une influence indirecte au moins aussi grande du fait de leurs commandes, qui représentent également 15 % de ce même produit. Du côté de la distribution, seules des estimations sont possibles. Avec une estimation prudente de la marge de distribution à un tiers du prix final, la contribution de cette partie de la chaîne de valeur des TGE au produit mondial peut être estimée à un autre 15 %. En conclusion, les 800 TGE influenceraient 30 % du produit mondial et en produiraient directement 10 %; en somme, elles auraient donc une influence structurante sur près de la moitié du produit mondial. Comme s’il s’agissait d’un hasard, on retrouve au terme du survol statistique la même proportion de moitié qui correspond – à peu de choses près – à la part des mille TGE à la capitalisation boursière mondiale. C’est dire que les marchés financiers ont une capacité sans pareille d’influencer, par le biais des TGE et de leurs chaînes de valeur, des pans entiers de l’économie mondiale.

La place prééminente que les TGE occupent dans l’économie mondiale et qui leur donne la force structurante dont il a été question plus haut repose sur trois piliers :

- Leur accès privilégié aux marchés financiers mondiaux, ce qui leur permet de se financer aux meilleures conditions possibles.
- La capacité de développer et de garder le contrôle des marques globales et des réseaux de distribution correspondants.

29. « Enhancing the role of SMEs in Global Value Chains », projet de recherche mené de concert par la Cnuccd, l’OCDE et l’auteur entre 2004 et 2007 ; voir notamment le document de synthèse : <http://www.oecd.org/dataoecd/27/43/38900592.pdf>

- La capacité de garder la maîtrise des technologies et du rythme de l'arrivée des innovations sur les marchés.

Une économie de marketing global

À cause du manque de données historiques, il est impossible de comparer le rôle économique actuel des TGE avec celui qu'elles jouaient il y a un demi-siècle. Au travers de quelques indications indirectes, il semblerait que la part du produit mondial influencée et structurée par les 1 000 plus grandes TGE ait été nettement plus petite, pour une part directement produite un peu plus importante. La tendance, largement avouée, à la sous-traitance sur fond de croissance internationale forte des grandes marques explique cette expansion plus que proportionnelle de l'emprise des TGE sur l'économie globale. En effet, durant le dernier demi-siècle s'est produite une inversion fondamentale de la logique économique qui, doublée par la globalisation, a affecté en profondeur les entreprises non financières et, indirectement, a eu un impact sur les relations et les transactions financières les concernant.

Les économies occidentales ont atteint dès la fin des années 1970 un niveau de saturation en matière de biens de consommation et d'équipement. Cela a progressivement obligé les entreprises à modifier leur angle d'approche. Aux entreprises faites par les ingénieurs, spécialistes des chaînes de production et de l'efficacité technique, ont succédé les entreprises conduites par les vendeurs, par les spécialistes du marketing. En effet, à l'instar des constructeurs automobiles américains des années 1920, les entreprises industrielles occidentales ont découvert dans les années 1970 que le véritable défi qu'elles devaient relever ne se situait plus au niveau de la production, mais au niveau de l'écoulement, et donc du marketing, de leurs produits. Dorénavant, pour vendre il faut non seulement produire, mais surtout s'assurer de la capacité d'écoulement; c'est dire l'importance de l'emprise sur le marché final. Ainsi, aujourd'hui, la part qu'occupe le coût de production dans le prix final d'un bien dépasse rarement un tiers, le reste allant aux efforts qui consistent à convaincre et satisfaire le consommateur, soit des activités liées au marketing au sens large³⁰. Cette inversion entre production et

30. Cochoy, Frank, *Une histoire du marketing: discipliner l'économie de marché*, Paris, La Découverte, 1999; voir aussi Tedlow, Richard S., *New and Improved: The Story of Mass Marketing in America*, New York, Basic Books, 1990.

marché a mis du temps à s’opérer, mais elle a eu des conséquences fondamentales à la fois pour la gestion des entreprises et pour leurs rapports avec la finance.

La globalisation de l’économie mondiale a décloisonné les marchés nationaux en les ouvrant à la concurrence internationale. La bataille la plus rude a porté sur l’accès au consommateur final que les diverses entreprises s’arrachent avec beaucoup d’efforts et d’imagination, que ce soit par la séduction, par l’offre de produits adaptés ou encore par la guerre des prix. La globalisation a permis aux vainqueurs de ces joutes de prendre des tailles sans commune mesure avec leurs consœurs locales, notamment grâce au concours des marchés financiers. Il en a résulté un mouvement de concentration au niveau global, étonnamment peu étudié.

La valeur des entreprises : les nouvelles formes du capital

L’inversion des priorités mentionnées plus haut entre l’atelier de production et le canal de distribution s’est accompagnée d’un changement d’optique dans l’évaluation financière des entreprises. Depuis que, dans le sillage de la grande crise, l’estimation de la valeur des entreprises a cessé de se baser sur la valeur historique d’acquisition des divers éléments de leur patrimoine pour privilégier la capacité future des entreprises à générer du « cash-flow » (capacité d’autofinancement), la méthode d’actualisation des flux futurs de revenus s’est imposée sans partage parmi les professionnels³¹. La méthode étant donnée, la question porte dorénavant sur l’appréciation des éléments qui, au sein d’une entreprise, sont susceptibles de générer ces flux de revenus futurs. Les « immobilisations corporelles » donnent une idée des capacités productives, et témoignent des efforts réalisés dans le passé, mais elles ne suffisent plus à rassurer les banquiers, actionnaires ou marchés financiers sur la capacité de l’entreprise à générer du revenu à l’avenir³². Le regard des financeurs cherche alors des gages de succès du côté de la capacité de l’entreprise non plus à produire – cela est devenu presque banal – mais à écouler. Alors, ils recherchent des « actifs intangibles » tels que

31. Kruschwitz, Lutz et Löffler, Andreas, *Discounted Cash-Flow : A Theory of the Valuation of Firms*, London-New York, Wiley & Sons, 2005.

32. La transition économique dans l’Europe postcommuniste avec la privatisation subséquente des entreprises est l’exemple d’une situation où l’application de la méthode des coûts historiques aboutit à des non-sens économiques ; cf. Dembinski, Paul H., *La privatisation en Europe de l’Est*, Paris, Presses universitaires de France, coll. « Que sais-je? », 1995.

marques, éléments de propriété intellectuelle, réseaux de distribution et innovations, qui sont autant de moyens pour maintenir, voire augmenter à l'avenir, la rentabilité et l'emprise sur le marché. C'est donc durant les années 1980 que cette nouvelle approche de la valeur financière des TGE s'est imposée. Elle laisse une place importante aux « actifs intangibles » qui, contrairement aux « immobilisations corporelles », ne figurent que rarement en tant que tels dans les états comptables et doivent par conséquent être identifiés et évalués à l'aide d'informations moins structurées. À ce niveau, la communication de l'entreprise peut exercer une influence non négligeable sur les perceptions. L'euphorie de la nouvelle économie a, en son temps, exacerbé l'importance du potentiel futur de l'entreprise au détriment de son état actuel avec les conséquences que l'on sait.

Si les méthodes classiques d'évaluation s'appliquent sans trop de difficultés à un bien immobilier ou à une ligne de production, il en va autrement de certains actifs intangibles. Quelle valeur donner en effet à une marque, à une réputation de qualité, à un logo, ou bien à un savoir-faire particulier jalousement gardé par l'entreprise? Comment donner de la valeur à un potentiel d'innovation, à des dépenses de développement ou de recherche, à une campagne de publicité, à un contrat de collaboration, ou encore à une option de vente ou d'achat dont dispose l'entreprise? Ces divers éléments ont deux points communs : chacun a entraîné des dépenses de la part de l'entreprise mais peu apparaissent, contrairement aux immobilisations classiques, dans le bilan ; chacun peut avoir une incidence positive sur les ventes futures et, partant, augmenter la capacité de l'entreprise à générer un flux de revenus. Ainsi, biens qu'absents du bilan financier, ces éléments contribuent d'une manière ou d'une autre à la prospérité future et sont recherchés par les analystes financiers. C'est par la prise en compte d'actifs intangibles permettant à l'entreprise de vendre ses produits à l'avenir que s'explique, en partie, l'écart croissant entre valeur comptable et capitalisation boursière. Lors des fusions et acquisitions, cet écart trouve son expression monétaire dans le « goodwill » que l'acheteur paie en sus de la valeur comptable de l'entreprise, et qu'il fera ensuite figurer dans son bilan avant de l'amortir³³.

Le nouveau paradigme d'évaluation incite donc l'entreprise à mettre en valeur les aspects de son activité qui n'apparaissent pas dans les comptes financiers, à l'aide de sa politique de communication.

33. Deutsche Bank Research, « Value Intangibles », in *Current Issues*, 19.10.2005.

Cela étant, certaines entreprises sont allées plus loin en recourant, dès les années 1980, à des méthodes de comptabilisation « agressives » (*creative accounting*), par lesquelles elles ont fait entrer dans leurs comptes ce qui en était exclu jusqu’alors parce que relevant de conjectures. Ces techniques de comptabilisation ne fabriquent pas de faux, mais donnent au vraisemblable les traits de l’avéré. Il faudra attendre vingt ans, après la série des scandales financiers de la fin du siècle, pour que le caractère captieux et potentiellement pervers du « *creative accounting* » soit reconnu. Cet épisode a rappelé deux problèmes classiques liés à l’emploi de la comptabilité : celui du rapport entre la comptabilité financière et la « vérité » économique et celui, lié au précédent, du périmètre du patrimoine de l’entreprise.

La quête d’actifs intangibles et leur valorisation subséquente par les marchés financiers constitue en soi un signal fort pour les entreprises. En financiarisant marques, logos et autres éléments meublant l’imaginaire social, la financiarisation attache une importance particulière aux relations de fidélité qui se tissent entre une ligne de produits ou une marque et les consommateurs. Elle fait donc, toutes proportions gardées, comme si le consommateur fidélisé constituait un actif dont l’entreprise pouvait se prévaloir. De cette manière, lors du bras de fer qui avait opposé l’Allemand Mannesmann au Britannique Vodafone, chacun des clients du réseau allemand avait été « valorisé » à 10 000 DM. La même tendance à financiariser l’avenir est visible au travers de la prise en compte des promesses liées à l’innovation, aux brevets ou aux « *business models* » révolutionnaires notamment grâce au recours à l’Internet. Le boom des dot-coms n’a été qu’un épisode parmi d’autres reflétant l’exacerbation de cette tendance. C’est alors que les projets d’entreprise permettaient à eux seuls de lever des fonds faramineux avant d’avoir encaissé le premier cent de recette. Les éléments de propriété intellectuelle, les droits d’auteur, de reproduction, etc., deviennent de véritables trésors autour desquels se nouent des calculs compliqués mais reposant souvent sur des hypothèses simplistes, pour donner une valeur financière à ces nouvelles formes de capital. Selon le Fonds monétaire international, les actifs intangibles constitueraient aujourd’hui près du tiers du stock total du capital des entreprises, en nette croissance depuis 1997³⁴.

34. IMF, *World Economic Outlook*, janvier 2006, p 150.

Shareholder value – la religion des nouveaux contremaîtres

La quête ininterrompue d'éléments justifiant une hausse de la valeur de l'entreprise cotée est alimentée par la facilité croissante des transactions qui permettent aux actionnaires de « sortir » au moment opportun et d'encaisser la plus-value que génère quasi instantanément une bonne nouvelle. De telles transactions permettent au vendeur de réaliser un gain en capital. La logique de la quête permanente du gain de capital est convaincante en réalité pour les deux parties à la transaction puisque l'acheteur d'aujourd'hui se voit déjà en vendeur de demain. Son espoir lors de l'achat est que l'on découvrira bientôt, dans l'actif ou l'activité que le titre représente, une dimension passée sous silence jusque-là et qui, une fois mise en lumière, deviendra un élément supplémentaire de valorisation. À partir de ce moment, la vente deviendra rentable pour le porteur du titre qui pourra ainsi réaliser à son tour le gain en capital, la légendaire « prise de bénéfices ».

La doctrine de la « shareholder value », de la valeur pour l'actionnaire, est une transcription en termes normatifs à l'intention des managers de la quête de sauts quantiques dans l'évaluation boursière de l'entreprise. Au terme de cette doctrine, le devoir des managers consiste à nourrir de manière continue la hausse des cours en mettant systématiquement en lumière de nouveaux gisements de valeur au sein de l'entreprise. Pour asseoir la loyauté des managers par rapport à cet objectif, la « shareholder value » préconise d'aligner leurs intérêts pécuniaires sur ceux des actionnaires et donc de les rémunérer aussi par le biais de stock-options. En incitant de manière explicite les dirigeants à donner une expression financière à des pans toujours plus étendus de leur entreprise, le dogme de la « shareholder value » est un amplificateur important du processus de financiarisation. À l'instar des contremaîtres traditionnels payés en fonction de la performance de l'équipe, les managers-mercenaires se considèrent au service exclusif des actionnaires et agissent dans leurs seuls intérêts, ce à quoi les marchés financiers applaudissent à coups d'envolées de cours³⁵.

Dans la perspective de quête de valeur pour l'actionnaire, la TGE cesse d'être une entité organique dont les éléments sont articulés de manière cohérente et stable, pour devenir un ensemble flottant d'actifs que les managers assemblent et découpent en fonction du niveau de valorisation que les marchés font de ces nouvelles

35. Crotty, James, « The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and “Modern” Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era », in Epstein, G., *op. cit.*, p. 87-91.

combinaisons³⁶. À l’instar des défilés de mode, les valeurs cotées sont incitées à mettre en valeur tantôt l’une tantôt l’autre de leurs composantes. Ce défilé permanent se déroule sous les yeux experts des analystes financiers à l’affût de toute nouvelle susceptible de faire varier les cours. Ce sont en effet les fluctuations – hausses comme baisses – qui alimentent le flux de transactions donc de commissions pour les intermédiaires financiers.

L’entreprise soumise aux exigences de la valeur actionnariale ne ressemble plus qu’en apparence à celle qui a porté les succès des Trente Glorieuses. Les entreprises analysées par P. Drucker, A. Chandler ou E. Penrose³⁷ tiraient leur capacité à porter des projets de long terme de leur cohérence interne. Cette dernière reposait, d’une part, sur l’identification pérenne des managers et des collaborateurs au succès économique (et non financier) de l’entreprise, et d’autre part sur la patience des actionnaires. Selon W. Lazonick et M. O’Sullivan, depuis ce temps-là, la TGE caractéristique des Trente Glorieuses a subi un double coup de boutoir. Le premier tient au passage de la conception organique de l’entreprise à une vision à dominante financière qui l’assimile à un portefeuille d’actifs (filiales, lignes de produits, technologies, marchés, actifs intangibles). La tâche du manager consiste à réarranger sans cesse le contenu du portefeuille, notamment par les rentes et les acquisitions. Le second coup de boutoir tient au raccourcissement de la perspective managériale. Aiguillonnés par les cours en bourse, les managers ne sont plus enclins à laisser, notamment en matière de croissance, les processus endogènes à l’entreprise se développer, et ils ont tendance à brusquer les choses, poussés en cela par l’impatience des marchés et les répercussions positives qu’ils en anticipent pour leur propre fortune³⁸.

La globalisation de l’économie mondiale ouvre de nouveaux marchés qui sont autant de débouchés potentiels. Les TGE contemporaines cherchent à augmenter leurs capacités bénéficiaires et leur valeur auprès des marchés financiers, ce qui les pousse à étendre leur

36. De Bettignies, Henri-Claude, « The corporation as a “community”: an oxymoron? Can business schools re-invent themselves? », in *Concepts and Transformation*, vol. 5, n° 2, 2000, p. 165-211.

37. Cf. Chandler, Alfred D., Jr, *Strategy and Structure : Chapters in the History of the American Industrial Enterprise*, Cambridge, Mass, MIT Press, 1962; Drucker, Peter, *Concept of the Corporation*, New Brunswick & London, Transaction Publishers, édition originale 1949, troisième réédition 2001; Penrose, Edith, *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford, Blackwells, 1959, nouvelle édition 1995.

38. Lazonick, William et O’Sullivan, Mary, « Maximizing Shareholder Value : A new Ideology for Corporate Governance », in *Economy and Society*, vol. 29, n° 1, 2000, p. 13-35.

emprise sur ces marchés globaux. C'est donc à la fois pour des raisons stratégiques et financières que, depuis une vingtaine d'années, les volumes des fusions et acquisitions explosent et avec eux les financements à crédit avec de très forts effets de levier. Par les rachats de concurrents ou d'entreprises complémentaires, les managers font d'une pierre deux coups. *Primo*, ils fortifient – en théorie du moins – la position stratégique de leur entreprise; *secundo*, ils en augmentent la valeur boursière, ce qui est bon à la fois pour l'actionnaire et pour leur portefeuille personnel, sans parler de leur ego. La vague de fusions continue en dépit des analyses qui démontrent que pour plus de la moitié des cas, ces opérations ne produisent pas les effets escomptés dans le moyen terme. Il n'en demeure pas moins que, dans l'immédiat, elles sont habituellement saluées par une hausse des cours, ce qui correspond aux intérêts des managers³⁹. La course à la « taille critique » ou « taille optimale » est une question de vie ou de mort dans certains secteurs les plus globalisés. Chacun cherche à prendre des positions avant que la concurrence ne se réveille dans un monde en mutation constante. La croissance interne étant trop lente, la croissance des TGE se fait aujourd'hui avant tout par acquisitions. La lente gestation à l'interne des projets d'investissements, ceux que décrivait E. Penrose il y a cinquante ans comme « naturels » à la croissance d'entreprise, n'est plus qu'un souvenir. Une des conséquences de cette externalisation et financiarisation de la croissance est la transformation en profondeur de l'entreprise qui tend à devenir une réalité éphémère, instable dans le temps, insaisissable, en devenir et en transformation permanents. Cette tendance transforme en profondeur la TGE contemporaine, au point qu'elle en devient un « système » dépersonnalisé, un processus sans sujet (cf. *infra*),

La « shareholder value » est le prolongement au niveau de l'entreprise de l'ethos de l'efficacité financière. Il s'agit donc d'un discours normatif inspiré par la quête de l'efficacité financière. La logique de cette idée simple a été pendant des décennies présentée comme relevant de la science « positive » et, en tant que telle, elle a servi de base à la formation de générations de managers. Obsédés par le discours de soumission à la valeur pour l'actionnaire, obnubilés par leur propre bonus, ces hommes et ces femmes aux compétences techniques étendues ont modelé en profondeur la réalité socio-économique contemporaine. Les Business Schools, hauts

39. À titre d'exemple : la fusion de Daimler Benz avec Chrysler en 1998 a été suivie en 2007 par la vente de Chrysler ; il en a été de même avec la reprise de Rover par BMW en 1994 et sa revente en 2000.

lieux de formation managériale, ont servi pendant des décennies de courroie de transmission à la doctrine de l’asservissement de toute la réalité socio-économique de l’entreprise à sa dimension financière. Après que des générations de managers éduqués à l’école de la maximisation du « return on investment » et de la valeur actionariale eurent transformé en profondeur non seulement les TGE mais, par leur intermédiaire, le tissu économique et la société, quelques observateurs avertis n’ont pas hésité, au début du siècle, à tirer la sonnette d’alarme⁴⁰. Dans un ouvrage percutant, H. Mintzberg, qui a été pendant des décennies l’un des papes des “sciences” du management, a dénoncé les conséquences catastrophiques de techniques managériales exclusivement focalisées sur les résultats financiers. Selon ce diagnostic, décliné depuis par d’autres auteurs, l’obsession de l’efficacité financière fragilise non seulement les entreprises, mais aussi le tissu social et les institutions publiques, et va jusqu’à pervertir les managers eux-mêmes⁴¹.

Ayant pris possession des esprits des managers par le biais de l’obsession de la valeur pour l’actionnaire, la financiarisation les pousse à agir dans trois directions complémentaires. Selon les entreprises et les moments, chacune de ces directions ouvre des perspectives prometteuses d’accroissement de la valeur pour l’actionnaire. Il s’agit, dans l’ordre de l’analyse qui va suivre : de la course à la rentabilité du capital investi doublée d’une pression accrue sur le travail, de la pression sur les fournisseurs et les sous-traitants, et de l’instrumentalisation du client/consommateur.

Le ROE est roi

L’emprise qu’exercent les considérations financières sur les entreprises cotées se traduit, parallèlement au souci de la valeur pour l’actionnaire, par l’importance prise durant les dernières décennies par la

40. Ghoshal, Sumatra, « Bad Management Theories Are Destroying Good Management Practices », in *Academy of Management Learning and Education*, vol. 4, n° 1, 2005, p. 75-92.

41. Mintzberg, Henry, *Managers not MBAs*, London, FT Prentice Hall, 2004, 450p : « Shareholder value is an antisocial dogma that has no place in a democratic society. It breeds a society of exploitation – of people as well as of institutions. It is bad for business because it undermines its respect and credibility. [...] Of course shareholder value is not promoted as selfishness. Rather it is claimed to be a “rising tide” that lifts all boats. In that convenient twist of dogmas, selfishness becomes altruistic » (p. 154). Cf. aussi le compte rendu de ce livre paru dans *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 20, automne 2004, aux pages 106-108. Le n° 30 de *Finance & the Common Good/Bien Commun* est entièrement consacré à ce thème (I/2008).

rentabilité des fonds propres comme indicateur suprême de la bonne marche de l'entreprise. Jusqu'aux années 1970, l'évaluation opérationnelle des entreprises se faisait avant tout sur la base de leur capacité bénéficiaire, c'est-à-dire en fonction de l'apport au bénéfice de chaque unité supplémentaire de chiffre d'affaires. Cette approche considère l'entreprise comme une machine à produire un flux de revenus et se penche sur la répartition de ces derniers entre les facteurs de production, le bénéfice revenant aux apporteurs de fonds propres. Il s'agit d'une perspective focalisée sur la marche opérationnelle de l'entreprise qui laisse sa structure financière au second plan. L'approche classique, celle par la marge bénéficiaire, part de l'idée que le capital investi dans l'entreprise y est à demeure, et que par conséquent sa rentabilité a une importance marginale, faute d'alternative. Dans cette conception, l'actionnaire fait organiquement et du point de vue existentiel partie de la relation de financement qui sous-tend l'entreprise.

La montée en puissance du ROE, « return on equity », à partir des années 1970, dénote un changement radical de perspective dans l'appréciation opérationnelle de l'entreprise. En effet, depuis longtemps la méthode du « taux de rendement interne » était utilisée au sein des entreprises pour comparer divers projets d'investissement ou d'expansion et choisir celui qui allait s'avérer le plus rentable. L'application de cette méthode aux entreprises en tant que telles découle d'un changement d'optique : l'épargnant nomade hésite entre plusieurs entreprises, alors que l'entrepreneur hésitait seulement entre plusieurs projets internes à son entreprise. Le changement d'optique coïncide avec l'apparition de l'« investisseur financier » – ni entrepreneur, ni consommateur. En effet, avec l'extension du rôle des marchés financiers, et une facilité de transaction accrue, l'actionnaire cesse d'être « captif » et lié à l'entreprise pour devenir « nomade ». Le ROE est pour lui une boussole, un indicateur simple pour guider ses choix : il montre quelles entreprises utilisent les fonds propres – unités monétaires fongibles – de la manière la plus efficace. Aussi, dans les années 1990, une norme implicite a-t-elle émergé selon laquelle un taux de rentabilité des fonds propres de l'ordre de 15 % par année était naturel et normal, donc exigible, pour les entreprises cotées au niveau mondial. La pression des exigences actuarielles des fonds de pensions explique en partie au moins l'émergence de cette norme⁴². C'est ainsi que les

42. Betbèze, Jean-Paul, *Les dix commandements de la finance*, Paris, Odile Jacob, 2003. L'auteur ancre son décalogue dans cette norme de rentabilité de 15 % qui se serait imposée au monde sans autres explications, dans le dernier tiers du XX^e siècle. À l'instar de la révélation, elle justifie et finalise l'action de manière définitive. Voir

managers dressés à la *shareholder value* se mettent en quête de moyens pour satisfaire ces exigences financières minimales. Ils le font de trois manières complémentaires.

Par un emploi judicieux du financement bancaire et de l’effet de levier classique, l’entreprise cherche à minimiser son besoin en fonds propres de manière à afficher ainsi un ROE supérieur à bénéfice constant. Cet exercice est pourtant délicat pour deux raisons : d’une part il faut parvenir à convaincre les banques que leurs risques sont limités, d’autre part il faut que la rentabilité moyenne des capitaux utilisés (dette comprise) soit supérieure au taux d’intérêt bancaire. En effet, c’est seulement ainsi que le surplus de rentabilité nette des fonds empruntés va pouvoir contribuer à la rentabilité des fonds propres. Sur la longue période, la part des fonds propres dans les bilans des entreprises non financières a sensiblement baissé, ce qui signifie que les managers ont su actionner l’effet de levier en faveur des actionnaires⁴³.

La deuxième façon d’augmenter le ROE consiste à augmenter par tous les moyens possibles la part de la rémunération du capital à la valeur ajoutée de l’entreprise. Cette tendance est au cœur de la révolution industrielle et avait été largement commentée par Marx et ses disciples. Elle continue aujourd’hui, justifiée par la quête du ROE le plus élevé possible. En plus de la réorganisation qui sera abordée plus bas, deux autres moyens peuvent être utilisés par les entreprises : pression sur les salaires avec des délocalisations à la clé et substitution des machines aux hommes. La tendance à l’automatisation est très visible dans toutes les industries avec l’augmentation des performances et la baisse des prix des robots. En effet, un robot, même s’il coûte plusieurs années de salaire de l’homme qu’il remplace, ne présente du point de vue de l’entreprise que des avantages et un seul inconvénient qu’est son financement, lequel est de plus en plus souvent réalisé par leasing. Les avantages sont la possibilité d’augmenter la durée d’opérations et souvent la qualité, l’absence de revendications, de grèves ou de maladie, et finalement la possibilité du remplacement de l’équipement par un autre plus performant ou mieux adapté. De plus, la perspective de telles substitutions exerce une pression à la fois sur les conditions de travail et

à ce sujet le compte-rendu de ce livre paru dans *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n°20, *op. cit.*

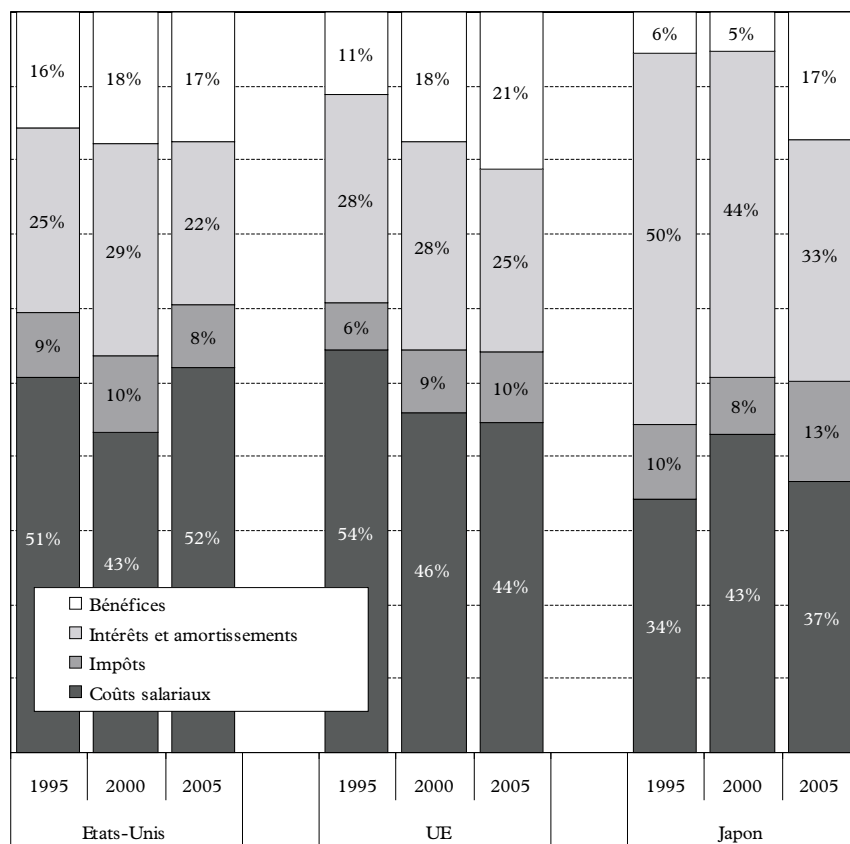
43. Dembinski, Paul H. et Schoenenberger, Alain, « The Safe Landing of the Financial Ballon is not Impossible », in *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 1, automne 1998, p. 35-41.

sur les rémunérations. En conséquence, comme le montre la figure 17, la part de la rémunération du travail dans la valeur ajoutée des TGE a plutôt tendance à baisser, surtout pour les TGE européennes, alors que la rémunération du capital y a fortement augmenté.

La troisième voie, enfin, d'augmenter le ROE consiste à restructurer en permanence l'entreprise de manière à se défaire de l'ensemble des activités qui immobilisent des fonds propres alors qu'elles leur offrent une rentabilité insuffisante. Cette logique qui a alimenté tout le courant du « reengineering » a imposé aux entreprises une cure de minceur. Comme mentionné plus haut, elle les incite – au nom du ROE devenu roi – à vendre ou à céder des activités qui parfois sont vitales pour leur projet économique. Cette préoccupation a initié la vague de « out-sourcing » qui a redessiné tant d'entreprises par ailleurs en apparence bien portantes⁴⁴. Selon W. Lazonick et M. O'Sullivan, la focalisation conjointe sur la valeur actionnariale et sur le ROE achève la transmutation du régime de gestion de la TGE contemporaine. Il n'y a pas si longtemps encore, elle relevait du régime « retain and reinvest » sous lequel les actionnaires laissaient à l'entreprise les bénéfices qu'elle avait générés pour qu'ils soient affectés par le management dans un souci de pérennité et de croissance de l'entreprise. Sous le nouveau régime qualifié de « divest and distribute », l'entreprise en tant que réalité durable passe au second plan, sa mission consiste à fournir à chaque instant à l'actionnaire le maximum de moyens financiers, même au risque de sa propre pérennité. Il reviendra ensuite à l'actionnaire nomade (le marché) de décider s'il entend, oui ou non, remettre à l'entreprise des moyens supplémentaires lors d'une levée de fonds ultérieure. Ce régime fonctionne parce que le management impose à l'entreprise une cure de *fitness* permanente en se tenant prêt à se défaire à tout moment de tout ce qui s'avère moins performant ou non indispensable au nom de la valeur pour l'actionnaire et du ROE. Sous le régime du « divest and distribute », la marge de manœuvre stratégique de l'entreprise est contrainte par le siphonage ou la succion financière; elle se trouve ainsi en permanence à la limite de l'anorexie. L'entreprise ainsi bridée par la discipline financière devrait être d'autant plus réactive aux signaux du marché financier qu'elle pourra d'ailleurs solliciter en cas de nouveaux projets, notamment d'acquisition. Il en va autrement des actionnaires et de leurs contremaîtres qui savourent, qui leur plus-value, qui leur bonus.

44. Lazonick, William et O'Sullivan, Mary, , *op. cit.*

Figure 17: Répartition de la valeur ajoutée des plus grandes entreprises cotées



© Observatoire de la finance, 2008 [www.obsfin.ch]
 Données primaires : Thomson Financial ; et prof. Robert Shiller
 [http://www.irrationalexuberance.com]

La conjonction avec la prééminence du ROE de la course à l'acquisition à un prix sans rapport avec la valeur comptable, donne naissance à un « effet de cliquet » spécifique qui augmente encore la pression de la financiarisation. En effet, le prix payé pour l'entreprise rachetée va apparaître dans les comptes de l'acquéreur comme un investissement (en partie en tant que « goodwill ») qu'il faudra amortir. Cette charge supplémentaire va peser sur les résultats et donc sur le ROE. Pour éviter un tassement du ROE après achat, il n'y a qu'une solution : augmenter encore la pression sur la « machine » au moyen d'une des trois méthodes discutées plus haut.

Le comportement financier des très grandes entreprises est également en train de changer sur trois autres points importants. En premier lieu, elles distribuent des dividendes de plus en plus généreux, notamment aux États-Unis où les dividendes versés exprimés par rapport au produit national ont augmenté de plus de moitié en quinze ans pour se situer à 3 % en 2004⁴⁵. En second lieu, elles rachètent leurs propres actions de manière à réduire leurs fonds propres – toutes choses égales d'ailleurs – pour parvenir à un ROE plus élevé. Ce fut le cas du fonds LTCM, présenté dans la première partie. Finalement, elles gardent des liquidités considérables au point où le secteur des entreprises devient épargnant et par conséquent financeur net – bailleur de fonds – pour les collectivités publiques et les ménages⁴⁶. Si cette situation devait se prolonger, elle dénoterait une inversion de la relation classique de financement où l'entreprise cherche à faire financer ses projets auprès des épargnants ou de leurs gestionnaires. Une telle inversion serait symptomatique de la manière dont la pression financière aurait tétanisé les entreprises elles-mêmes au point où elles choisissent de s'en remettre, pour booster leurs résultats, non pas à leurs compétences industrielles propres mais aux marchés financiers. Dans cette hypothèse, les fonctions des TGE changeraient, elles cesseraient d'être avant tout des investisseurs qui accroissent les capacités productives

45. Fonds monétaire international, *Global Financial Stability Report 2006*, p. 19 ; Chung, Dennis, Isakov, Dusan et Perignon, Christopher, « Repurchasing Shares on a Second Trading Line », in *Review of Finance*, vol. 11, 2007, p. 253-285.

46. Le Fonds monétaire international a consacré tout un chapitre de son *World Economic Outlook* du mois de décembre 2006 à la question de savoir pourquoi les entreprises nagent dans des liquidités. En exergue, le chapitre en question présente la citation suivante : « Companies, which normally borrow other folks' savings in order to invest, have turned thrifty. Even companies enjoying strong profits and cash flow are building cash hoards, reducing debt and buying back their own shares – instead of making investment bets » (D. Wessel, *Wall Street Journal*, July 21, 2005).

de l’économie réelle pour devenir des gestionnaires, comme leurs collègues financiers, de la fortune de leurs actionnaires nomades.

Si la « peur » du marché financier parvenait à détourner durablement les TGE de procéder aux immobilisations à moyen terme sans lesquelles aucun investissement d’envergure n’est possible, il s’agirait d’une des conséquences les plus perverses et les plus paradoxales de la financiarisation. Voici qu’un processus porté par l’aspiration sociétale à pérenniser la prospérité qui parvient à stopper, au nom de la sacro-sainte liquidité – synonyme d’immobilisme et de chrématistique – ce qui constitue le fondement de la croissance, à savoir l’investissement. La financiarisation serait ainsi parvenue à fragiliser les mécanismes qui ont été à l’origine des Trente Glorieuses : la capacité de concevoir des projets à long terme.

La procédure – le relais indispensable de l’efficacité

La pression à la rentabilité financière, impulsée par le nouveau principe organisateur et relayée par les marchés, se transmet à l’ensemble des unités opérationnelles de la TGE. Au niveau symbolique, cette pression prend diverses formes, par exemple l’omniprésence dans les sièges des grandes sociétés des écrans affichant les cours boursiers en temps réel. Ces écrans, au-delà de l’information qu’ils transmettent, rappellent à chacun qu’il est au service du bon vouloir de l’actionnaire nomade symbolisé par l’abstraction du marché. Une telle mise en scène de l’« ultima ratio » de l’entreprise introduit une idole qui, tel le veau d’or de la Genèse, prend la place réservée en d’autres circonstances historiques aux idoles politiques, une place qui en dernière analyse revient à Dieu⁴⁷.

Sans minimiser la portée du symbolique, la pression vers l’efficacité est diffusée au sein de l’entreprise par une succession de procédures. Ces dernières, sur le modèle du processus bureaucratique décrit par Weber et ensuite adapté à la production industrielle par Taylor, transforment tout processus en une succession d’actions

47. Dans un ouvrage saisissant, (*Und Sie hatten nie Gewissensbisse?*, Leipzig, Benno Verlag, 2001) Manfred Deselaers analyse cette substitution, comment l’idole se glisse à la place de Dieu. Il le fait à partir de l’expérience de la montée au pouvoir de Hitler. Dans un récit autobiographique, écrit durant les années 1930, (*Histoire d’un Allemand*, Arles, Actes Sud, 2002) Sebastian Haffner montre comment la montée du nazisme procédait par progression infinitésimale, à peine perceptible dans le quotidien. En dépit de circonstances très différentes, le mécanisme mis en lumière par ces deux auteurs pourrait bien être à l’œuvre dans nos sociétés obnubilées par l’efficacité financière.

simples et standardisées. La procéduralisation de la vie économique au sein des entreprises a au moins trois avantages : elle permet un *reporting* et donc un contrôle quantitatif, ainsi que la fixation aisée de normes et d'objectifs ; elle dispense l'exécutant de toute autre préoccupation que celle de s'en tenir à la procédure, et elle le ferme d'autorité à toute autre préoccupation ; elle s'adapte particulièrement bien à des structures hiérarchisées où la fonction de chaque échelon consiste, d'une part, à perfectionner les procédures qu'il impose aux échelons inférieurs et, de l'autre, à les mettre en cohérence avec ceux élaborés par l'échelon qui lui est supérieur. C'est par un ensemble de relais inscrits dans des procédures pointilleuses, épaulés par un système d'incitations en conséquence, que la logique de l'efficacité financière est descendue jusqu'au moindre recoin de ces machines à produire de l'efficacité et de la valeur actionnariale que sont devenues les TGE. En effet, en réponse à la montée en puissance de la financiarisation en tant que principe d'organisation, les techniques de gestion se sont renouvelées et adaptées pour prendre en charge, au sein des organisations, la maximisation de l'efficacité financière⁴⁸.

La pression et les incertitudes liées aux exigences de la financiarisation ont été immédiatement répercutées sur les rapports salariaux au sein des grandes entreprises. C'est ainsi que le compromis fordiste a été mis en cause dans les années 1980. En vertu de ce compromis forgé dans l'immédiat après-guerre, les salariés mettaient à disposition de l'entreprise leur énergie dans un cadre temporel strict, en échange de quoi ils recevaient une rémunération décente et la sécurité de l'emploi. Bien que le compromis fordiste n'ait pas été repris par tous les pays avec la même ampleur, il a constitué le point d'ancrage des relations industrielles durant les Trente Glorieuses. Dès le début des « années euphoriques » de la finance et du tout-au-marché, avec la montée du chômage, son bien-fondé a commencé à être mis en doute. Dans tous les pays de l'OCDE, les salariés ont ainsi dû accepter une remise en question sérieuse de leurs droits, ce qui a entraîné un affaiblissement des syndicats. Progressivement, avec l'explosion des rémunérations des top-managers, s'est imposée la tendance à mettre toute rémunération en regard de la performance⁴⁹. La pression de l'efficacité financière

48. Gaulejac, Vincent de, *La société malade de la gestion*, Paris, Seuil, 2005 ; Alain-Charles Martinet critique cet asservissement des disciplines universitaires de la gestion à la quête de l'efficacité dans *Sciences du management*, Paris, Vuibert, 2007.

49. Durand, Jean-Pierre, *La chaîne invisible*, Paris, Seuil, 2004.

s’est donc en premier manifestée au travers d’un changement dans l’attitude du « capital » par rapport au travail. Il ne suffit plus de mettre son temps à disposition, encore faut-il performer pour avoir droit à une rémunération appropriée, sujette d’ailleurs à une pression constante.

Procéduralisées à l’extrême, obnubilées par le souci d’efficacité, asservies à leurs actionnaires nomades, les TGE ressemblent de moins en moins à ce qu’il est convenu d’appeler une « entreprise ». Les raisons en sont multiples : le gigantisme et l’extension planétaire cachent mal une fragmentation extrême compensée par la cohérence économique et financière ; la volatilité des unités opérationnelles qui sont achetées ou vendues à brève échéance ; la dépersonnalisation des rapports internes. Aussi certains auteurs, à l’instar de P. de Varax, affirment-ils que les TGE contemporaines ont cessé d’être des acteurs ou des sujets pour devenir des systèmes *sui generis* mus par une logique dépersonnalisée qui leur est propre⁵⁰.

La thèse des TGE, systèmes sans sujet, se trouve renforcée par le fait que, par l’intermédiaire des TGE cotées, la recherche d’efficacité financière se trouve transmise, hors de leur giron, à tout leur environnement, donc à tout le tissu économique et social. En effet, comme indiqué dans les pages précédentes, les résultats économiques et financiers dont les TGE se prévalent dépendent à la fois de leurs chaînes d’approvisionnement et de leurs clients. C’est donc « naturellement » que les TGE transmettent la pression, qu’elles subissent elles-mêmes de la part des marchés financiers, à leurs partenaires que sont d’un côté les fournisseurs et de l’autre les distributeurs et les clients.

2.4 LA FINANCIARISATION DU TISSU ÉCONOMIQUE

Les fournisseurs des TGE

À l’heure du marketing global, la capacité d’écouler et d’assurer les revenus futurs est devenue, comme rappelé plus haut, plus importante que la capacité de produire. Aussi, les TGE, sous l’injonction du « divest and distribute », se concentrent-elles chaque

50. Varax, Patrick de, « Les grandes sociétés transnationales en mutation », in *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 23, *op. cit.*, p. 45-55 ; et aussi *L’Église face aux Grandes Sociétés Transnationales*, Vatican, Université pontificale du Latran, 2004.

jour davantage sur le rapport aux clients et, par conséquent, délaissent-elles les autres activités – dont la production à proprement parler – pour se borner à organiser l'activité, la logistique et les interactions avec leurs partenaires, fournisseurs et sous-traitants. Ces réseaux d'approvisionnement sont structurés de manière pyramidale ou concentrique autour de la méga-entreprise, tête pensante ou chef d'orchestre de l'ensemble. C'est elle qui détient la marque qui « signe » le produit, et c'est elle qui l'écoule au travers d'un réseau propre. C'est encore elle qui maîtrise la conception du produit et détient les droits de propriété intellectuelle, et c'est toujours elle qui enrobe le produit de services éventuels. C'est elle enfin – dans une autre configuration – qui s'assure que toutes les prestations nécessaires à un service intégré sont en place au moment de la vente.

Les entreprises qui gravitent autour de ces grands acteurs n'ont que rarement une visibilité financière comparable. Beaucoup d'entre elles sont communément qualifiées de « petites et moyennes entreprises » et sont financées par des capitaux familiaux liés à l'entreprise. Elles distribuent peu de dividendes et croissent avant tout grâce à l'auto-financement. Aussi les PME sont-elles soucieuses avant tout de leur résultat opérationnel, n'étant pas prisonnières du ROE, et ne ressentent-elles qu'indirectement la pression de la valeur actionnariale. Très différentes dans leur physionomie des TGE, les PME sont les partenaires privilégiés de ces dernières lorsqu'il s'agit d'*outsourcing*.

La tendance à faire faire par d'autres ce que l'on aurait pu faire soi-même participe du souci des TGE d'optimiser leur ROE, notamment en limitant au maximum leurs immobilisations. Ainsi, l'*outsourcing* touche les domaines d'activités de la TGE qui sont les moins « appréciés » par l'évaluation boursière et contribuent peu au ROE. À l'heure où la capacité de vendre, de s'imposer au consommateur est devenue la clé du succès économique et financier, les activités le plus souvent « outsourcées » sont celles de la production où les immobilisations sont élevées et les marges faibles. Laisser aux partenaires – souvent lointains – le soin de produire pour elles, ou de produire en leur nom, n'est pas sans risques pour les TGE. Le premier concerne la sauvegarde des connaissances et du savoir-faire stratégiques afin d'empêcher les sous-traitants d'aujourd'hui de devenir les concurrents de demain. Un deuxième risque tient au maintien d'un rapport de forces économiques favorable au donneur d'ordres afin d'éviter une situation où le sous-traitant ou le fournisseur pourrait imposer ses prix ou ses conditions.

Les TGE qui améliorent leur performance financière par la sous-traitance de leurs lignes de production se trouvent ainsi au centre d’une vaste toile d’interdépendances qu’il leur faut gérer avec précaution. En maniant de manière judicieuse le bâton de la concurrence et la carotte de la commande, elles parviennent à obtenir des PME des réductions de prix considérables. Il est possible que les TGE, et par leur intermédiaire les marchés financiers, fassent remonter ainsi vers eux des gains de productivité considérables qui en réalité ne sont pas de leur fait. De cette manière les résultats financiers des TGE, notamment le ROE, seraient magnifiés par le transfert des gains de productivité qui ont été réalisés par les sous-traitants et que les TGE se sont appropriés au travers d’un rapport de force à leur avantage.

La tendance à laisser la production aux fournisseurs permet aux TGE de se concentrer sur les activités les plus juteuses et les plus stratégiques (*core business*), notamment en rapport avec la vente tout en réalisant de grandes économies de fonds propres. La perspective de voir apparaître des TGE industrielles avec très peu d’actifs tangibles – à l’instar des « *fabless enterprises* » (entreprises industrielles sans usines) – n’est pas utopique. La valeur boursière de ces TGE reposerait exclusivement sur leur capacité à maîtriser les produits et les myriades de sous-traitants et de fournisseurs. Les entreprises exclusivement confinées à être des « architectes de valeur ajoutée » préfigurent peut-être les TGE de demain. Leur apparition progressive est un symptôme emblématique de transmission de la pression financière au reste du tissu économique⁵¹.

Les PME – le « private equity » à l’affût

La pression que les TGE exercent sur les PME a encore une dimension supplémentaire : il s’agit de la pression à croître. En effet, les TGE ont des marchés planétaires à satisfaire, si bien qu’elles exigent de leurs partenaires les plus efficaces de les accompagner dans leur extension sous peine d’être « lâchés ». Aussi certaines PME rentrent-elles dans la course des entreprises internationales, voire des entreprises cotées, sous l’impulsion initiale des TGE, leurs clients. Pour celles qui peinent à le faire, il arrive que des fonds d’investissement dits de « *private equity* » s’y intéressent. Ces entités à

51. Lynn, Barry, *End of the Line: The Rise and Coming Fall of Global Corporation*, New York, Doubleday, 2005.

vocation financière se spécialisent dans l'acquisition des entreprises – souvent en finançant l'opération par la dette qu'elles imposent à l'entreprise en voie d'acquisition – pour les restructurer, notamment en les intégrant les unes dans les autres avant de les revendre, soit sur le marché financier, soit à une TGE. Ce faisant, les fonds de « private equity » appliquent à une plus petite échelle (même s'il y a des exceptions) la logique de valorisation boursière et, ce faisant, fournissent aux TGE les éléments dont elles ont besoin dans leur activité permanente de reconfiguration de leurs propres actifs.

L'entrée de l'ingénierie financière dans le milieu des PME ne date pas d'hier, mais les sommes à disposition des fonds de « private equity » ont explosé depuis peu, ramenant les fonds de capital-risque au second plan. La multiplication des rachats d'entreprises sur des critères de plus-value financière de court terme – différents en cela des fusions et acquisitions classiques – a ouvert aux entreprises moyennes la possibilité d'être vendues et achetées⁵².

La transaction de vente qui autorise un des partenaires à quitter la relation financière sans demander l'avis des autres parties est synonyme de liberté pour celui qui quitte, mais peut être vue comme une trahison par celui qui reste prisonnier de la relation. Les parties prenantes aux entreprises cotées – celles qui ont été financiarisées en premier – se sont accoutumées à ce que leurs rapports réciproques soient rythmés par les soubresauts du cours en bourse avec les vagues de transactions que ces variations déclenchent. Il en va autrement des PME qui fonctionnent – encore aujourd'hui – plus dans une logique de résultat opérationnel (profit) que dans celle du ROE et encore moins dans celle du gain en capital. Pour ces PME traditionnelles, leur raison d'être est de dégager une valeur ajoutée permettant de rémunérer le concours des deux facteurs de production : le travail et le capital. C'est donc à la fois un lieu de coopération entre capital et travail, et un lieu de confrontation lorsqu'il s'agit de répartir la valeur ajoutée une fois réalisée. Aussi longtemps que le capital et le travail restent tributaires l'un de l'autre dans la perspective de pérennité de la collaboration à long terme, se crée une certaine loyauté, voire une fidélité réciproque. Un tel compromis ne porte pas uniquement sur la répartition de la valeur ajoutée effective, mais aussi sur les conditions de sa réalisation, ce qui inclut les

52. Un documentaire récent, « Ma mondialisation », présente d'une manière très pédagogique et très réaliste à la fois les dilemmes économico-financiers auxquels les PME occidentales se trouvent confrontées; Perret, Gilles, France, 2007.

éventuelles renoncations à des gains de production (ou de productivité) au nom par exemple des conditions de travail.

La perspective, voire la tentation de sortie qu’offre au patron (souvent actionnaire et manager) par exemple la vente à un fonds de « private equity » change profondément la donne en lui octroyant un avantage stratégique de se défaire que les autres parties prenantes de l’entreprise n’ont pas. L’ouverture à la financiarisation change donc la logique de fonctionnement des entreprises moyennes : d’une collaboration de long terme enracinée dans une certaine fidélité contrainte mais confiante, elle introduit en leur sein l’attention et l’habileté à déjouer le dessein stratégique de l’autre en prenant le premier l’option de la sortie. En conséquence, l’horizon d’action se réduit, la relation entre le capital et le travail, par définition ouverte et donc déséquilibrée à chaque instant, se met à ressembler de plus en plus à une suite de transactions équilibrées et closes sur elles-mêmes.

L’ambiance de financiarisation tous azimuts, en multipliant les opportunités de transactions, porte donc le doute au sein même des entreprises non cotées. Elle menace ou promet, cela dépend du point de vue, de les transformer en objets financiers faits d’actifs potentiellement sécables pouvant, le cas échéant, servir de plots dans un jeu de construction de la valeur pour l’actionnaire. Cette perspective menace ce qui fait la force d’un tissu de PME, à savoir une communauté locale, avec un minimum de solidarité interne. Certains patrons de PME, conscients des dangers que la financiarisation fait peser sur l’esprit de leur entreprise, préfèrent se tenir à l’écart et maintenir l’entreprise dans le giron familial. Toutefois, la tentation du « cash out », de la vente intempestive, de l’abandon, est particulièrement grande au moment de la transmission entre générations, mais aussi en situation de vulnérabilité économique. Ces difficultés opérationnelles acculent beaucoup de PME à un choix cornélien : la vente promettant à l’entreprise d’accéder aux ressources qui lui permettront de croître, ou une lente descente aux enfers.

La financiarisation rampante des PME est encore renforcée par deux autres vecteurs : d’une part le raidissement dans la politique des banques qui sélectionnent les risques qu’elles prennent et, par conséquent, poussent les « bons » risques à grandir ; d’autre part, la pratique de ces mêmes banques lesquelles, sous la pression des plus grandes et de réglementations telles que « Bâle II », démutualisent les risques et calquent sur leurs niveaux les conditions offertes aux entreprises. Il s’ensuit que plus l’entreprise est perçue comme

risquée, plus le taux d'intérêt dont elle devra s'acquitter sera haut. Celles des PME qui peuvent faire état de leur place dans les chaînes de valeur des grands groupes bénéficient d'un avantage non négligeable aux yeux des banques. Cette attitude pénalise particulièrement les entreprises jeunes, et des entreprises fragiles de par leur position sur le marché. De fait, elle les pousse soit vers les fonds de « private equity » soit vers les TGE qui sont friandes de jeunes pousses innovantes.

2.5 LE CLIENT ARRIMÉ À L'ENTREPRISE

La valeur financière d'une entreprise cotée dépend, comme indiqué plus haut, de l'ensemble de ses actifs – tangibles et intangibles – dont la capacité de vendre, donc le client, est la pièce maîtresse. Captiver, retenir et pérenniser la relation avec le client final et la faire reconnaître par les marchés financiers est l'objectif suprême de nombreuses TGE. Friandes de fidélité, les entreprises n'hésitent ni à séduire, ni à traquer avec insistance le client pour se l'« approprier », le rendre dépendant, tributaire et, si possible, captif (lui ou du moins son porte-monnaie). Il s'agit d'un enjeu capital pour la valeur financière des TGE qui font face, surtout dans les pays développés, à des marchés saturés. La description détaillée des diverses techniques de marketing et de gestion utilisées par les TGE dépasse le cadre du présent rapport. Aussi ces techniques, auxquelles des bibliothèques spécialisées ont été consacrées, ne sont-elles qu'esquissées ici pour compléter le tour d'horizon des relais de la financiarisation.

Maîtriser la durée de vie du produit

Une manière très efficace pour desserrer l'étau de la saturation des marchés consiste, pour le producteur, à limiter la durée de vie et le champ d'utilisation des produits. De cette manière la demande correspondante sera entretenue. Même si la littérature est très discrète sur cette question, il ne fait aucun doute que les considérations relatives à la durée de vie sont prises en compte dès la phase de conception du produit. Il s'agit d'un enjeu délicat puisqu'il faut éviter que le client ait l'impression d'avoir été piégé. Les allégations des consommateurs sont nombreuses pour prétendre que le contenu des mousses à raser est composé de sorte à user les lames

de rasoir, que les téléphones portables sont programmés pour flancher au bout d’un certain nombre d’appels, que des lacets sont faits pour céder de temps en temps, etc. Les fabricants de denrées alimentaires, d’habillement, d’automobiles, d’électroménager ou d’électronique semblent être passés maîtres dans cet art subtil mais peu avouable. Le choix des matériaux, la conception des pièces, leur disponibilité limitée et le prix parfois prohibitif des pièces de rechange contribuent à rendre les réparations improbables. De plus, de telles politiques coupent l’herbe sous les pieds des réparateurs en rendant leur tâche impossible. Ce faisant, les producteurs et leurs réseaux s’approprient la valeur ajoutée correspondante. Les efforts des concepteurs aboutissent à mettre d’emblée entre les mains des acheteurs des biens à durée de vie pré-programmée dont le remplacement est prévu et intégré dans les projections des ventes à venir.

Ainsi, c’est tout le cycle d’utilisation de l’objet qui est non seulement intégré dans le « business model » du vendeur mais encore piloté comme tel.

Comment expliquer en effet que, par exemple, les taxis londoniens aient une durée de vie qui se compte en décennies et puissent parcourir des millions de kilomètres alors que les voitures de tourisme courantes tombent en morceaux au bout de moins de dix ans ; comment se fait-il que le matériel ferroviaire dure lui aussi des décennies alors que la cuisinière à gaz ou un lave-vaisselle lâchent au bout de quelques années. Il en va de même des souliers ou des habits dont la solidité laisse beaucoup à désirer par rapport à la résistance, et à l’esthétique, de certains vêtements professionnels.

Parmi de nombreuses manières de limiter la durée de vie des produits, il y en a une qui mérite une attention spéciale. Il s’agit de l’innovation, terme par ailleurs à connotation positive, ou plutôt de la maîtrise du rythme d’innovation, qui vient compléter la gamme d’outils permettant la programmation de la durée de vie des produits. En effet, la vaste majorité des innovations portent sur les caractéristiques secondaires voire esthétiques du produit. Elles ne sont que rarement fortuites, étant dans la plupart des cas programmées par les TGE de manière à tenir l’utilisateur en haleine et à lui fournir en tout temps une bonne raison pour acquérir ou remplacer son bien. Le rythme de l’innovation apparente est particulièrement rapide dans les domaines de l’électronique où l’augmentation des capacités du *hardware* est systématiquement exigée par de nouvelles percées au niveau du *software*. Pour ce qui est de l’habillement, des équipements sportifs ou des meubles, le raccourcissement de la durée de vie des biens de

consommation est encore stimulé par les effets de mode. Ceci souligne une fois de plus à quel point le débouché est une préoccupation centrale des entreprises contemporaines.

Les efforts massifs de publicité et de communication autour de l'innovation et de la nouveauté contribuent à accentuer les effets de mode. La dépendance des médias par rapport à la manne publicitaire les transforme en amplificateurs sans précédent de ces efforts dont le retentissement se fait sentir aux quatre coins de la planète. Grâce à eux, les effets de mode et de lancement sont programmés avec précision. En « tuant » un produit – selon la fameuse injonction du père du marketing moderne, Philippe Kotler – le producteur ouvre la voie aux ventes de son successeur. Les stratégies attractives en matière de reprise ou de financement viennent appuyer ces campagnes de promotion. L'acheteur est pris dans un filet habilement tissé où – s'il ne se tient pas sur ses gardes – on lui fournit toutes les raisons pour participer avec enthousiasme à la course à l'éphémérisation du monde. Les produits qu'il achète s'usent à un rythme accéléré alors que, paradoxalement, ils deviennent de plus en plus indispensables. C'est de ce processus d'accélération doublé de l'accoutumance que se nourrit la financiarisation. Elle dope la valeur boursière des entreprises cotées. Il faut en effet que l'accélération soit permanente car, si la dynamique s'arrête, c'est que la crise guette. Les entreprises cotées ont besoin d'un chiffre d'affaires en progression, ce qui explique pourquoi elles sont si sensibles au climat de consommation. Au lendemain de la tragédie du 11 septembre, les hommes politiques de tous bords ne se sont-ils par tous rejoints sur l'injonction qu'ils ont, chacun de leur côté, adressée aux consommateurs? Ne cédon pas aux terroristes, disaient-ils, « Citoyens, continuez à accomplir votre devoir patriotique: consommez! »

Pour donner à la consommation une plus grande ampleur, les spécialistes du marketing dans ses différentes variantes cherchent – à grand renfort de théories psychologiques – à « libérer » l'acte de consommation de l'emprise de la volonté et de la raison. La littérature professionnelle du marketing regorge de références psychologiques au point où il semble qu'il s'agisse d'une branche de la psychologie appliquée. Depuis quelques années, les regards se tournent vers le domaine fort prometteur du « neuro-marketing » comme vers celui de la « neuro-finance ». Ces deux disciplines se mettent en quête de techniques de vente qui permettent de court-circuiter les défenses possibles du consommateur telles que la volonté ou l'ennui. Il s'agit d'ancrer la relation de vente au niveau des automatismes (tabac)

psychologiques ou techniques. Parallèlement, le travail systématique des agences de publicité pour infléchir vers le positif la connotation de termes comme « tentation », « plaisir » ou « péché » est symptomatique des efforts des vendeurs de dévoyer le langage et de s’adresser aux passions, réflexes et instincts des consommateurs⁵³.

La spécialisation de plus en plus poussée des produits est une autre manière d’élargir le spectre des besoins et donc des ventes. En réduisant systématiquement le champ d’utilisation d’un instrument ou d’un outil donné à coup de réglementations et de restrictions diverses, les producteurs ouvrent de nouveaux horizons pour leurs ventes futures. Toutefois, au fur et à mesure qu’augmentent la spécialisation et l’efficacité ponctuelle des objets, l’autonomie de l’utilisateur, voire l’emprise de ce dernier sur l’objet acheté, diminue.

L’enjeu de la maîtrise de l’innovation, du marketing, de la communication et des canaux de distribution est aujourd’hui plus important que la maîtrise de la production. C’est donc sur ces créneaux que se concentrent le savoir-faire critique et une part importante des dépenses des TGE. La contrepartie de ces « percées » apparaît, une fois de plus, dans l’augmentation de la valeur boursière des entreprises, dans les bonus et autres primes que perçoivent, en contremaîtres fidèles, les top-managers. Quelle est la raison de ces récompenses ? L’augmentation de la valeur boursière causée par les progrès faits en matière d’asservissement du consommateur. Grâce à ces progrès, le consommateur devient sans le savoir (sans le vouloir) un actif intangible particulièrement précieux pour l’entreprise.

Personnaliser le rapport au client

Pour s’attacher les consommateurs et les clients, il faut aller au-delà de leurs moindres désirs. C’est ce que permet l’informatique qui donne aux entreprises les moyens techniques nécessaires à un suivi et donc à une connaissance personnalisée des clients, jusque-là anonymes par la force des choses. En effet, traditionnellement c’était le vendeur qui avait pour tâche d’aller au-devant du client qu’il connaissait. Avec les moyens informatiques, cette information peut être stockée, analysée et disséquée à un niveau d’agrégation nettement

53. Twitchell, James B., *Lead Us into Temptation*, New York, Columbia University Press, 1999 ; Glimcher, Paul, *Decisions, Uncertainty, and the Brain. The Science of Neuroeconomics*, Cambridge and London, The MIT Press, 2003 ; Chudy, Wojciech, *Kłamstwo jako metoda (Le mensonge comme méthode)*, Vol.2, Varsovie, Oficyna Naukowa, 2007.

plus élevé. Le vendeur, pièce maîtresse du dispositif commercial traditionnel, se mue en terminal d'ordinateur. Les TGE ont bien compris l'avantage qu'elles pouvaient tirer en termes de force de vente en établissant un rapport individuel et personnalisé avec chaque client. C'est donc en toute logique que se sont multipliés les programmes soi-disant personnalisés de fidélisation. Par ce moyen l'entreprise, et non le vendeur individuel, cherche à s'attacher des clients grâce à un rapport direct et personnalisé avec eux. Cela permet également à l'entreprise de mieux connaître la propension de chacun à acheter, notamment d'autres produits, et donc d'ajuster une offre *ad hoc* et, ce faisant, d'optimiser ses recettes. Le potentiel de la vente des produits additionnels à une clientèle captive a d'ailleurs été une des principales raisons invoquées lors des fusions entre les banques et les assurances. Toutefois, le marketing personnalisé ou relationnel n'est personnalisé qu'en apparence ; en réalité il est enraciné dans l'exploitation de bases de données aux dimensions gigantesques (*data mining*) ; il constitue un moyen de plus en plus efficace pour les offrants de garder leurs clients sans leur faire de cadeaux.

La tendance vers la personnalisation est asymétrique parce que l'entreprise reste pour le consommateur une entité abstraite, avec pour seul visage son logo suspendu dans l'espace de l'imaginaire collectif. À l'inverse, l'entreprise connaît son client et nourrit ses bases de données des faits et gestes de ce dernier. Cette information lui permet ensuite de mieux atteindre chacun et donc d'augmenter le « rendement » financier de la relation. Derrière l'apparente individualisation des rapports, il y a en fait une massification des comportements de consommation⁵⁴. Cette asymétrie dans les rapports touche à la question sensible de la protection de la sphère privée de plus en plus réglementée.

La personnalisation du rapport entre le vendeur et l'acheteur est incompatible avec l'idée théorique du marché. En effet, dans cette vision idéale, acheteurs et producteurs nombreux et anonymes se confrontent et concourent de manière mystérieuse à l'établissement du « prix de marché » unique, valable pour toutes les transactions. Avec le marketing personnalisé qui tend à bâtir une relation personnalisée, le prix cesse d'être unique, il éclate en mille variantes en fonction notamment de l'individualité du client, de l'intérêt et du potentiel qu'il présente. Le prix cesse ainsi d'être une donnée objective

54. Stiegler, Bernard, *Mécréance et discrédit*, Paris, Galilée, 3 volumes entre 2004 et 2006 ; voir aussi Martin, Randy, *op. cit.*

et publique pour devenir un facteur subjectif et privé. Cela étant, la dissolution du marché dans la myriade de transactions privées permet aux vendeurs d’exploiter le potentiel de certains clients. Cette manière de procéder risque de discréditer à terme l’idée du marché, pierre angulaire de l’idéal de l’économie contemporaine. Une telle évolution ne manquera pas de poser un sérieux problème au niveau du discours de justification et de légitimation qui fait aujourd’hui du marché sa référence unique.

Dissoudre le produit dans le service

La focalisation de plus en plus claire de l’activité économique sur la personne du client participe de et alimente, en retour, la tendance générale à la tertiarisation de l’économie contemporaine. Cette dernière a de multiples facettes, mais la substitution du produit par le service en tant qu’objet de transaction est la plus notable.

Les efforts des entreprises pour ferrer le client les ont conduites naturellement à préférer à une série de transactions ponctuelles, dispersées dans le temps et, somme toute, incertaines, une relation stable avec un flux régulier de prestations et de paiements. Cette quête de prévisibilité conduit les entreprises, tous secteurs confondus, soit à remplacer le produit par le service, soit à enrober le premier d’une palette de services sans lesquels il devient inopérant, à l’instar des combinés de téléphones mobiles.

Cette évolution n’est que l’aboutissement logique de l’éphémérisation des produits dont il a été question plus haut. Quelle différence y a-t-il entre l’achat d’une machine à laver à durée de vie prédéterminée et l’achat d’un service de lavage pour la même période? La tendance à toujours plus de service au détriment du produit participe de la volonté des managers en marketing de limiter l’autonomie du consommateur afin de prévoir avec une précision toujours accrue les ventes futures pour, d’une part, maximiser la valeur boursière et, de l’autre, gérer avec un maximum d’efficacité leur toile de sous-traitants et de fournisseurs. Le véritable enjeu est moins le « service » que l’on rend au client que l’autonomie d’action dont on le prive.

Dans nos sociétés, une part importante des énergies est mobilisée pour la vente de produits enrobés de services. Débusquer et exploiter l’opportunité, trouver et apprivoiser le client, conclure l’affaire sont donc des préoccupations permanentes. Cela d’autant plus

que tout est possible à toute heure puisque l'organisation sociale du temps a quasiment disparu. En conséquence, à tout moment tout un chacun est tantôt vendeur, tantôt objet de sollicitation. Les lieux spécialisés comme les magasins ou les centres de distribution ont perdu leur monopole en la matière à cause, d'une part, de la montée en puissance des services et, de l'autre, de l'omniprésence d'Internet. Ainsi, le vendeur qui sommeille en chacun, en attendant de rentabiliser son savoir-faire, se glisse à couvert dans les relations sociales qu'il a tendance à instrumentaliser en conséquence. À l'instar de Tupperware, des entreprises ont bien compris qu'il y avait dans les relations privées – basées sur la confiance et sur l'amitié – un grand potentiel d'écoulement.

Comme il en va d'un contenant brisé qui laisse le liquide se répandre, libéré du carcan du produit, avec la tertiarisation l'attitude caractéristique du vendeur est devenue omniprésente. Les rapports privés ont été envahis par des sollicitations informelles s'inspirant d'une logique instrumentale, étrangère à l'amitié et à la fidélité. Cette velléité de récupération a suscité des mécanismes de défense, notamment un surcroît de méfiance dans les rapports privés et l'extension d'une zone grise de « relations » qui ne relèvent ni du privé au sens intime du terme, ni vraiment du professionnel. La crainte de l'instrumentalisation limite la confiance et rend moins probable l'apparition de vraies amitiés. L'instrumentalisation est aussi de nature à saper les relations existantes puisqu'elle pousse à l'abus de confiance. Un tel comportement relève de la même attitude que la quête de sortie avec « gains de capital » : la relation est sacrifiée de manière unilatérale par une des parties au moment le plus opportun pour elle, ce qui met l'autre partie devant un fait accompli.

La quête de nouvelles opportunités et la crainte de la rupture subie pervertissent à long terme les relations interpersonnelles et contribuent à l'isolement et à l'exclusion de ceux qui ne sont pas, ou ne sont plus, intéressants ou utiles. La solitude, l'exclusion et l'isolement font ainsi leur apparition, les relations « chaudes » basées sur l'amitié désintéressée ayant cédé la place à des services de « prise en charge » froids et professionnalisés.

Aliénation du consommateur lénifié

Le changement systémique dont la financiarisation est le fer de lance entraîne des changements profonds au niveau de tous les éléments du système économique. Parallèlement aux entreprises,

dont il a été question plus haut, ces changements fondamentaux affectent aussi le rôle et la place dévolus au consommateur, c’est-à-dire la place de l’être humain dans le système économique émergent.

La fragilisation et l’éphémérisation du produit, qui culminent avec sa dissolution dans le service, affectent fondamentalement le rapport de l’homme aux choses. En effet, les objets que l’homme prend en mains sont toujours plus spécialisés, donc efficaces, mais aussi plus friables et dépendants de services complémentaires. En conséquence, l’accroissement de l’efficacité ponctuelle a pour contrepartie la perte d’autonomie de l’utilisateur par rapport au producteur par le fait qu’il a, à tout moment, besoin d’un service externe et payant. Le gène « terminator » en est un exemple caricatural. Une semence a été génétiquement modifiée pour accueillir un gène qui rend les récoltes abondantes mais stériles. Ainsi, l’agriculteur est obligé de renouveler systématiquement ses achats de semences au producteur assurant, à ce dernier un flux constant de revenus. Devant la montée des oppositions, Monsanto a renoncé à commercialiser cette semence en 1999. Il n’en demeure pas moins que c’est bien dans cette direction que s’achèment non seulement les opérateurs de l’agrobusiness, mais aussi les fournisseurs de musique ou de films. Il s’agit de limiter structurellement l’utilisation que le consommateur peut faire d’un produit rendu évanescent.

De telles tendances laissées à elles-mêmes conduiront, tôt ou tard, à aliéner la personne du consommateur par rapport à son environnement physique. Il sera transformé en locataire de ce dernier et devra passer à la caisse à chaque mouvement et à chaque geste. Toute relation durable, tout contact ou emprise directe sur les choses seront médiatisés par une transaction, un service spécialisé et payant. La composante économique et financière de la « membrane technique » dont parlait déjà J. Ellul et qui isole l’homme de son environnement immédiat, devient chaque jour plus pesante. La relation de propriété s’en trouvera dénaturée, puisque la notion de valeur d’usage aura été prise en charge et comme absorbée par des services correspondants. Toute externalité positive dont l’utilisateur pourrait bénéficier gratuitement sera supprimée parce que internalisée dans le prix. Toutefois, cette évolution aura pour contrepartie l’extension de la valeur financière, puisque plus le consommateur est solidement entravé dans le cercle vicieux des paiements, plus les ventes sont certaines, et plus forte est la valeur financière de l’entreprise. Paradoxalement, ces mêmes consommateurs de plus en plus aliénés sont aussi propriétaires, via les fonds de pensions notamment, de ces entreprises à valeur financière croissante. La prison de la consommation serait-elle ainsi une prison

dorée? L'aliénation diagnostiquée par Marx se serait-elle étendue pour affecter non seulement le rapport de l'homme à son instrument de travail, mais aussi le rapport de l'homme à son cadre de vie?

Le paragraphe précédent est une conclusion intermédiaire d'importance puisqu'elle montre comment, sous l'attrait du gain en capital que promet la transaction, l'option de sortie dont elle est porteuse affecte en profondeur le fonctionnement et la structure du système économique.

2.6 LES AUTRES ASPECTS DE LA FINANCIARISATION

Le règne de l'anticipation – les banques et leurs clients

Tout crédit qui ne finance pas d'investissement opère une inversion entre le moment de la jouissance d'un bien acheté grâce au crédit et le moment de son paiement. Cette inversion a pour contrepartie d'obliger l'utilisateur à s'acquitter des intérêts. Le besoin ou l'envie intempestive qui conduit l'acheteur à s'endetter présente deux grands avantages du point de vue du vendeur-crédancier: il permet d'écouler une marchandise, d'assurer un flux de revenus pendant la durée du crédit, et parfois de laisser une commission substantielle. En d'autres termes, la vente à crédit et plus généralement l'octroi de crédit à la consommation s'inscrivent parfaitement dans la logique d'une fuite en avant qui ramène à aujourd'hui les aspects agréables de la consommation et mise sur les lendemains qui chantent pour en adoucir les conséquences.

La multiplication des cartes de crédit, des comptes auprès des grands magasins autorisant des dépassements d'avoirs, des financements en location ou en leasing mis en place par les fournisseurs de biens durables comme les voitures ou l'immobilier, s'inscrivent dans la logique d'accélération des ventes qui contribue par ailleurs à augmenter la valeur des entreprises. Toutefois, du point de vue du débiteur, l'attrait de la jouissance immédiate a pour contrepartie un engagement durable qui hypothèque son avenir personnel en le contraignant à générer un flux de revenus supplémentaire pour s'acquitter de ses obligations.

Les institutions financières – banques et assimilées – participent avec leurs compétences, leurs ressources et leur savoir-faire, à l'accroissement du rôle des crédits – petits et grands – dans la vie quotidienne. En effet, leur propre valeur boursière dépend de leur

capacité de générer un flux de revenus qui a le crédit pour contrepartie. Les engagements des uns sont ainsi des sources de valeur pour d’autres, et la liberté hypothéquée des uns trouve son expression financière à l’actif des bilans des banques et devient pour d’autres matières à plus-value. L’extension tous azimuts du crédit dans les pays occidentaux a été grandement facilitée par les développements des technologies de l’information, qui à la fois assurent aux banques une meilleure gestion des risques et diminuent les coûts de traitement des dossiers tout en augmentant leur précision. L’ordinateur n’a pas peur du ridicule, il n’a pas honte de réclamer avec insistance des impayés de l’ordre de quelques centimes ou des retards de paiement de quelques jours. Ces sommes gonfleront au fur et à mesure des « frais » facturés avec les rappels.

Les techniques de vente utilisées, la perte d’autonomie des personnes par rapport à un environnement auquel elles n’accèdent que par l’intermédiaire de services spécialisés, augmentent les frustrations. Parallèlement augmente aussi la quête de la compensation : l’attrait irraisonné de la jouissance immédiate. Le fournisseur de crédit est souvent là pour « aider » à l’assouvissement de cette passion qui est en fait l’expression d’une grande fragilité, voire d’une angoisse sociale ou existentielle.

En assignant par avance une part substantielle des revenus de particuliers à des paiements relevant de contrats de long terme – services, abonnements, crédits –, les fournisseurs de produits et de services s’assurent des débouchés et, ce faisant, diminuent leurs propres risques de volatilité de résultat et augmentent leur efficacité. En étalant dans le temps le rapport entre le moment de la jouissance et le moment du paiement, ils obtiennent deux résultats intéressants. Ils diminuent la sensibilité des consommateurs au coût (prix) qui devient diffus dans le temps et, en plus, ils créent chez ce dernier une habitude d’utilisation de tel ou tel service ou produit, ce qui est le meilleur gage de continuité. Du point de vue macro-économique, la tendance à hypothéquer une part croissante du revenu au nom de paiements « forcés » – à l’instar de l’épargne forcée discutée dans la première partie – diminue la marge de manœuvre des particuliers. Ce faisant elle réduit leur capacité de répondre aux événements imprévus parce qu’elle aboutit à les transformer en débiteurs structurels en financiarisant, via le crédit, ce qui relève de la garantie d’autonomie de la personne et ce que Keynes appelait les « encaisses précaution ». La même fragilité financière par rapport à l’imprévu incite les ménages, en parallèle à leur endettement structurel, à s’assurer contre des événements imprévus, ce qui débouche sur

l'accroissement des sommes consacrées aux assurances, y compris aux assurances sociales.

L'analyse du cycle des revenus tout au long d'une vie montre qu'entre les deux périodes de la vie où la personne a besoin de ressources supplémentaires par rapport à son revenu courant (jeunesse et retraite), il y a une période de possible surplus. Ce constat conduit naturellement les institutions bancaires à proposer à leurs clients un accompagnement avec un service adapté aux diverses phases de la vie : crédit pendant la période de formation et de début dans la vie professionnelle et familiale, remboursement et constitution d'un patrimoine financier à l'âge mûr, consommation de ce patrimoine lors de la vieillesse. À chaque stade correspond un service et donc une commission. Du point de vue technique, le client ainsi arrimé à vie correspond, pour la banque, à un élément de son actif dont la rentabilité peut être prévue avec une relative précision, notamment grâce à la loi des grands nombres⁵⁵. L'évolution vers toujours plus de crédit est parfaitement cohérente avec celle, décrite plus haut, vers toujours plus de service. À la limite, le portemonnaie vide ne met même plus le consommateur à l'abri de la dépense. Il est libre de s'enfoncer dans la dette grâce à la ligne de crédit que le vendeur a précautionneusement mise à sa disposition. C'est un danger auquel les jeunes et les plus fragiles sont le plus exposés.

Au fractionnement de la durée de vie du produit par le service correspond, du point de vue financier, le fractionnement des paiements en annuités et mensualités. La conjonction de ces deux évolutions a l'immense avantage que l'utilisateur-payeur ne sera jamais propriétaire, donc restera toujours client. Cette évolution au niveau du consommateur est un formidable appel à l'apparition des nouveaux propriétaires gigantesques, ceux qui seront en mesure de mettre en place les mécanismes leur permettant de mettre le monde en location et d'en tirer une rente. Les fonds de pensions pourraient bien devenir, en collaboration avec de très grandes entreprises, ces acteurs d'un type nouveau⁵⁶.

55. Blommestein, Hans, *The Future of Banking*, Tilburg, Tilburg University Press, 2005.

56. Rifkin, Jeremy, *The Age of Access – The New Culture of Hypercapitalism, Where All of Life Is a Paid-for Experience*, New York, Jeremy P. Tarcher/Putman, 2000.

L’homme dans l’étreinte de la financiarisation

La financiarisation affecte de plusieurs manières l’homme occidental jusque dans sa vie quotidienne. L’exemple le plus criant est fourni par la crise des *subprimes* aux États-Unis, qui débouche sur l’expulsion et la vente forcée d’un grand nombre de maisons familiales. Sans même arriver au stade critique, « le fait que la maison familiale soit devenue un objet de spéculation et de crédit, conjugué avec une décoration intérieure dictée par les goûts de la finance, affecte la vie familiale, écrit R. Martin. Quand la maison délimitait de manière radicale la sphère de la vie privée de celle des affaires publiques, une bonne partie de la violence pouvait être étouffée par l’autorité patriarcale de manière à faire prévaloir une tranquillité ordonnée. Quand la famille devient transparente, quand elle est gérée comme un conseil d’administration, l’autorité est jetée en pâture au marché qui scinde l’économie domestique en deux parties, celle des subsides sans contre-partie, et celle des travaux non rémunérés... », avec tout le cortège de problèmes d’éducation que cela entraîne, serait-on tenté d’ajouter⁵⁷.

Cela étant, la financiarisation affecte également jusqu’à la vision de l’homme. Ainsi, dans un récent cas de divorce, le tribunal a considéré que le diplôme de médecin d’un des conjoints était un « investissement » commun, en conséquence de quoi l’autre conjoint avait droit à un revenu de cet investissement. Cet exemple pousse à l’extrême la vision de l’homme qui ne serait qu’un « portefeuille d’actifs ». Son travail consisterait alors en la mise en œuvre de ces « actifs intangibles » faits de connaissances techniques ou professionnelles, de contacts, ou d’un réseau de clients. Cette perspective théorique modifie alors fondamentalement la signification à la fois des rapports de travail et celle de la rémunération qui peut dès lors s’interpréter en termes de retour sur investissement et d’amortissement de l’investissement antérieur, soit d’un ROE *sui generis*⁵⁸.

À l’instar du capital financier qui – entre deux transactions – épouse temporairement la « forme » d’une entreprise, l’homme « portefeuille d’actifs » se lie temporairement à un environnement – l’entreprise – qui devra à la fois lui permettre de faire fructifier ses actifs, d’en augmenter la valeur et d’en acquérir d’autres. Dans cette

57. Martin, Randy, *op. cit.*, p. 195.

58. Michel Aglietta et André Orléan ont été les premiers à attirer l’attention sur cette nouvelle perspective anthropologique dans *La violence de la monnaie*, Paris, Presses universitaires de France, 1982.

optique, la vie professionnelle devient une succession d'étapes-emplois – analogues aux transactions du marché financier – au fil desquelles la valeur marchande du « portefeuille d'actifs » est censée augmenter en même temps que devrait s'accroître, en proportion, sa rémunération.

Cette manière d'appréhender le travail, et plus largement l'activité professionnelle, est très éloignée de la vision classique de l'« emploi ». En effet, elle atténue la distinction entre le travail et le capital, puisque la personne serait le support d'actifs intangibles particuliers en quête de ROE. Il en va de même du rapport de travail – l'emploi – qui se vide ainsi de toute préoccupation autre que celle de deux ROE opposés l'un à l'autre : celui du portefeuille d'actifs du collaborateur et celui du capital financier investi dans l'entreprise.

À la perspective traditionnelle de la collaboration entre les deux facteurs de production se superpose celle de la confrontation pour l'appropriation du fruit de l'activité. Cette confrontation est d'autant plus âpre qu'elle est multidimensionnelle et que la rupture du rapport de collaboration (démission ou mise à pied) est facile. En conséquence, les parties – l'entreprise et son collaborateur – vivent en permanence dans l'appréhension de la rupture unilatérale du rapport par la sortie de l'autre partie. Une telle atmosphère est propice au foisonnement de jeux stratégiques à tous les étages de l'entreprise, y compris lorsqu'il s'agit de défendre les intérêts légendaires des actionnaires. Privée par définition de la perspective certaine de coexistence à long terme, chacune des parties à ce nœud de relations interpersonnelles qu'est toute entreprise se met en embuscade et guette le meilleur moment pour « opt out », pour « sortir », parfois en sacrifiant des loyautés, et réaliser ainsi le meilleur « gain en capital » en saisissant l'opportunité de s'approprier de nouvelles connaissances, de nouvelles idées, des segments de clientèle, etc. Une fois qu'elle est largement perçue, l'épée de Damoclès de la trahison devient réelle et induit des comportements en retour. Ceci déclenche une spirale de méfiance qui peut aboutir à une crispation, une dilapidation de la valeur, voire à la dislocation pure et simple de l'entreprise.

Afin de minimiser la dépendance par rapport à leurs collaborateurs particulièrement importants, les entreprises déploient toute une panoplie de techniques, d'instruments juridiques et de supports informatiques. Elles ont deux objectifs : l'un est défensif et consiste à éviter qu'un collaborateur ne s'approprie les informations stratégiques, l'autre est plus offensif et vise à ce que l'entreprise apprenne et s'approprie ce que sait le collaborateur. On peut imaginer que les

collaborateurs ne sont pas dupes et agissent de manière symétriquement inverse. La méfiance et la suspicion s’installent durablement et enlèvent à la collaboration son caractère spontané et fécond.

L’entrée des préoccupations issues de la financiarisation dans les relations de travail tend à évaluer chaque emploi possible dans la perspective de la « carrière », c’est-à-dire des étapes futures, par définition éphémères, de la vie professionnelle. Ceci alimente le taux de rotation aussi bien au sein des entreprises qu’entre elles. Les méthodes d’évaluation et de rémunération des collaborateurs modernes ont toutes un élément en commun : la réduction drastique des privilèges liés à l’ancienneté, des avantages acquis, etc. Au nom de la flexibilité, tout élément de rémunération doit pouvoir être remis en question. En effet, le bénéfice en termes d’enrichissement personnel du collaborateur est de plus en plus souvent porté au débit de sa rémunération. Ainsi, dans l’activité professionnelle on tend à distinguer l’aspect « gain en capital » – enrichissement personnel, création de nouveaux éléments d’actifs, tels que savoir-faire, informations, contacts – et l’aspect rémunération en espèces sonnantes et trébuchantes.

Le modèle du « portefeuille d’actifs » correspond avant tout à la frange de personnes qualifiées et mobiles tant sur le plan géographique qu’interprofessionnel. Il n’en demeure pas moins que cette manière de vivre l’activité professionnelle comme une succession d’acquisitions d’actifs spécifiques et de leur rémunération s’étend pour servir de modèle notamment aux jeunes en formation. Le travail cesse d’être une activité de création, d’épanouissement pour devenir un mode de marchandage et d’accumulation. Ceci est vrai de l’emploi salarié, du temps des études et même de l’emploi indépendant, voire de la création d’entreprises, le but avoué du créateur étant souvent d’emblée la revente.

La finance – une réponse métaphysique

Dans un essai récent, Christian Arnspenger, pose un diagnostic clair : « La rationalité économique ne semble pas nous aider beaucoup dans la recherche du sens de nos existences, sauf si nous identifions précisément ce sens à la réussite économique et aux tensions qu’elle engendre. [...] [L]es actes que nous posons au nom de la rationalité économique masquent-ils en réalité nos angoisses devant nos finitudes existentielles. [...] Les grands obstacles qui nous empêchent aujourd’hui de “guérir” notre monde social ne sont pas des obstacles

techniques. Ils sont d'ordre existentiel, liés à la difficulté à accepter notre finitude⁵⁹. » L'auteur décline l'angoisse liée à la « finitude » en deux dimensions : l'angoisse liée à la finitude temporelle, inhérente à la mortalité humaine, et l'angoisse relative aux limites qu'impose autrui. Ce diagnostic ouvre la voie vers le cœur du rapport entre la vision anthropologique et les promesses de la finance.

La finance moderne, enracinée dans l'ethos de l'efficacité relayé par le mécanisme du marché, prend en charge, à sa manière, chacune des deux angoisses mentionnées plus haut. Pour ce faire, elle recourt à la séduction et propose des solutions techniques qui suppriment les sources de l'angoisse. Ainsi, la finance offre les clés de l'éternité en instituant le « capital » en tant qu'objet virtuel, atemporel et gratifié d'un droit en apparence imprescriptible à la rémunération. L'« utopie actuarielle » est porteuse de promesses, à l'instar des « rentes perpétuelles ». De plus le marché, conjointement avec le potentiel de la finance, débride une fois pour toutes les aspirations en matière de rémunération à la fois du point de vue moral – les « vices privés », telle la cupidité, se voient transformés en « vertus publiques » – et du point de vue technique car, dans une perspective de croissance infinie, aucune limitation ne fait sens. Le caractère éminemment rationnel et la qualité à proprement parler esthétique de la modélisation financière renforcent encore sa puissance de séduction.

Si la finance moderne propose l'éternité et l'infini à la fois, il s'agit d'éternité et d'infini virtuels, c'est-à-dire inaccessibles à l'être humain autrement que par la spéculation intellectuelle. En d'autres termes, la finance débridée répond à l'angoisse existentielle en proposant un miroir aux alouettes qui détourne certes l'attention, mais qui en définitive laisse l'homme plus seul qu'auparavant face à ses angoisses. Si la puissance de la séduction financière s'exerce avec la force que nous lui connaissons aujourd'hui, si elle pénètre toutes les dimensions de la vie privée et sociale, c'est parce que le monde contemporain est particulièrement désarmé face à l'angoisse existentielle. Cela ne fait que renforcer, en retour, les mécanismes de déni dont participe pleinement la finance débridée avec sa panoplie de promesses. En effet, elle noie la question des finalités et de la finitude dans le luxe des moyens matériels et intellectuels mobilisés. En guise de réponse, la finance promet du pouvoir (d'achat) dans un avenir intangible.

59. Arnsperger, Christian, *Critique de l'existence capitaliste. Pour une éthique existentielle de l'économie*, Paris, Cerf, 2006, p. 12.

2.7 QUELLE COHÉRENCE ?

La grille d’analyse utilisée au long des pages qui précèdent s’inspire de la causalité multimodale utilisée par Aristote et enrichie par l’apport de Braudel qui permet de tenir compte des diverses temporalités. Ainsi, après avoir mis en évidence, dans la première partie, le terreau historique sur lequel la financiarisation a pris racine, notamment les Trente Glorieuses et la libéralisation de l’économie, l’attention s’est concentrée sur les « silos d’épargne », ces acteurs spécialement conçus et outillés pour collecter et gérer l’épargne. Finalement, dans l’ordre des finalités, il a été possible de mettre en lumière le fait que l’âpreté au gain financier rationalisé par la science moderne de la finance peut être vue comme une mutation de l’ethos de l’efficacité qui modèle la civilisation occidentale depuis près de deux siècles. Quant à la dynamique propre de la financiarisation, objet de cette deuxième partie, elle est entretenue par la tendance, s’étendant à tous les champs de la vie économique et sociale, qui consiste soit à phagocyter les relations existantes par des transactions, soit à préférer les transactions aux relations. En d’autres termes, c’est bien le processus de remplacement progressif d’un tissu de relations par un feu d’artifice de transactions qui constitue le « combustible » de l’extension de la logique de la financiarisation et lui donne sa force de pénétration dans tous les domaines de la vie économique et sociale. Ce processus de substitution n’est ni automatique ni serein. Dans bien des cas il implique l’instrumentalisation d’une des parties à la relation par la partie sortante.

Tout au long de cette deuxième partie, les divers relais de la logique financière ont été identifiés et analysés en regard de l’hypothèse centrale, celle d’une transformation systémique mue par la logique de la financiarisation. Cette analyse a montré comment la logique de la financiarisation fait son chemin au cœur de nos sociétés. Elle prend sa source dans la volonté de faire fructifier l’épargne en vue d’assurer le moyen terme, et elle s’étend en s’appuyant successivement sur les marchés financiers, lieux de transactions, et de là elle s’impose aux TGE et, par leur intermédiaire, à tout l’environnement socio-économique, pour atteindre finalement l’homme dans ce qu’il a de plus humain, à savoir ses angoisses métaphysiques. C’est ainsi qu’au terme de cette analyse nécessairement superficielle par endroits, l’hypothèse selon laquelle la financiarisation serait le principe organisateur sur le point de dominer le fonctionnement des sociétés occidentales gagne en plausibilité. En effet,

176 *FINANCE SERVANTE OU FINANCE TROMPEUSE ?*

la cohérence des comportements et des institutions sociales autour de cette logique semble progresser. Après avoir résumé le diagnostic dans les paragraphes suivants, il faudra, dans la dernière partie, tourner le regard vers l'avenir pour discerner les véritables enjeux, tant économiques, sociaux que culturels dont cette nouvelle cohérence est porteuse.

PARTIE III

FINANCE SERVANTE OU FINANCE TROMPEUSE? UN CHOIX DE SOCIÉTÉ

Les pages qui précèdent ont mis en évidence la situation paradoxale de l'homme occidental. Il est aujourd'hui simultanément exposé à la pression de l'efficacité et au risque du chômage au nom de l'augmentation des cours boursiers dans sa vie professionnelle, alors que dans sa vie privée, consommateur, il est harassé d'offres et de tentations consuméristes, d'obligations de paiement, et que finalement en tant qu'être humain et parfois parent, il tente de résister à toutes ces pressions pour sauvegarder une zone d'autonomie et de vérité, synonyme de havre d'humanité. Pourquoi toute cette pression qui peut, parfois, entraîner de la violence physique ou psychique?

Tout cela est dans son intérêt bien compris! C'est parce que l'homme occidental est, en dernière analyse, l'ultime bénéficiaire des fruits à venir de la financiarisation; à condition toutefois qu'il parvienne, par ses efforts quotidiens, à faire fonctionner à plein régime la machine économique dans laquelle il a mis toute son espérance, et tout son argent. En effet, en vertu du pacte économique qui sous-tend les sociétés occidentales, c'est ce même épargnant-actionnaire qui jouira, pendant ses années de retraite, des fruits de ses années d'activité. C'est bien le mirage de la vie de rentier qui est la raison d'être et la *ultima ratio* des sacrifices que s'imposent les sociétés libres, justifiés au nom de l'accumulation des valeurs financières.

Les progrès matériels réalisés pendant les deux derniers siècles doivent beaucoup à la capacité d'épargne et d'investissement du monde occidental. C'est grâce aux techniques financières de mobilisation à grande échelle de l'épargne que la révolution industrielle est devenue réalité et qu'elle a pu se poursuivre par vagues successives jusqu'à nos jours. Sur l'essentiel de cette période, les liquidités épargnées n'ont été que des moyens au service de réalisations certes économiquement rentables, mais qui n'avaient pas le résultat financier pour objectif principal. Cette finance-là se laissait confiner au

rôle de moyen nécessaire mais pas suffisant au service d'autres finalités. Ce faisant, elle s'avouait incompétente dans le domaine des finalités. Elle devient trompeuse, lorsque la multiplication infinie des avoirs devient une fin en soi, une fin ultime qui s'impose à toutes les autres.

Si la peur du lendemain inspire précaution et accumulation, elle est muette quand il s'agit de donner un sens à l'utilisation de ces mêmes moyens, sauf situation de contingence extrême. Le titre « How to spend it? » du supplément de luxe au quotidien mondial de référence dans le domaine de l'économie et de la finance qu'est le *Financial Times* britannique ne stigmatise-t-il pas cette impuissance de l'« avoir » à donner du sens? Or, l'utilisation des richesses, une fois qu'elles ont été accumulées, ne saurait faire l'économie de la question du sens. Ce n'est pas pour rien, d'ailleurs, que le mécénat et la philanthropie ostentatoire deviennent à la mode. Il est donc normal de revenir au dilemme articulé dans le titre : « Finance trompeuse ou finance servante » par une interrogation sur le sens et sur l'action.

La fécondité de l'argent¹

« Dans les pages que nous espérons écrire pour compléter la présente étude, nous essaierons de préciser le sens où cette expression est employée ici. Aujourd'hui nous nous contenterons de l'explication la plus brève.

Personne a-t-il prétendu que l'argent est fécond à lui seul? Non sans doute. D'autre part, est-ce un mal que l'argent ne demeure pas improductif? Non sans doute. C'est autre chose que nous voulons dire.

En théorie et dans l'abstrait, on conçoit aisément un régime d'association entre l'argent et le travail productif, dans lequel l'argent investi dans une entreprise représente une part de propriété des moyens de production, et sert d'aliment à l'entreprise, avec quoi elle se procure l'équipement matériel et les ressources matérielles dont elle a besoin, en telle sorte que l'entreprise étant féconde et produisant des bénéfices, une part de ces bénéfices reviendra au capital. Schème irréprochable.

1. Jacques Maritain, in *Raison et Culture*, Paris, Desclée de Brouwer, 1930, p. 245-246 (note 1 page 214). Le cercle d'études Jacques et Raïssa Maritain a publié les *Œuvres complètes de Jacques et Raïssa Maritain*, en 16 volumes, entre 1980 et 2000.

En réalité et dans le concret, ce même schème irréprochable fonctionne tout autrement, et d'une façon pernicieuse. Dans les jugements humains qui modèlent le régime économique les valeurs en effet se sont renversées, le mécanisme fondamental gardant la même configuration. Au lieu d'être tenu pour un simple aliment servant à l'équipement et au ravitaillement matériels d'un organisme vivant qui est l'entreprise de production, c'est l'argent qui est tenu pour l'organisme vivant et l'entreprise avec ses activités humaines pour l'aliment et l'instrument de celui-ci; en telle sorte que les bénéfices ne sont plus le fruit normal de l'entreprise alimentée par l'argent, mais le fruit normal de l'argent alimenté par l'entreprise. Voilà ce que nous appelons la fécondité de l'argent. Renversement des valeurs dont la première conséquence est de faire passer les droits du dividende avant ceux du salaire, et de placer toute l'économie sous la régulation suprême des lois et de la fluidité du signe argent, primant la chose biens utiles à l'homme. »

Finance finalisante ou finance finalisée? Finance comme fin ou finance comme moyen? Où en sommes-nous aujourd'hui, ballottés entre le caractère ingrat de la finance-moyen et l'euphorie de la finance-fin? Les pages qui précèdent ont montré que la financiarisation entraîne l'Occident, et avec lui le monde, dans les bras de la finance trompeuse. S'agit-il d'un processus sans fin, du déterminisme conduit d'une main de fer par l'histoire de l'humanité? S'agit-il, au contraire, d'un processus qui porte en lui ses propres limites, ou bien d'un processus ouvert qu'il est possible de contenir à condition d'en avoir la volonté et la force?

L'objectif de cette conclusion est de passer en revue d'abord les trois limites inhérentes au processus de financiarisation tel que décrit plus haut, ensuite ses limitations externes et finalement les pistes d'action envisageables pour freiner, de manière consciente et volontaire, ce processus.

3.1 LIMITES ENDOGÈNES

Le spectre de la stérilité

La transaction financière, comme nous l'avons vu, est un moyen pour la partie non captive à la relation, de saisir une opportunité pour s'en dégager en objectivant, sur le marché et au moyen du prix, la

valeur jusque-là encastrée dans la relation. Il n'est donc pas étonnant que les efforts de « valorisation » ou de « mise en valeur » fassent partie de l'arsenal de ceux qui cherchent à sortir d'une relation avec un bénéfice comme de ceux qui vivent grâce aux transactions. Toute la gesticulation autour de la transaction est, en principe, externe à la relation elle-même. En effet, le potentiel d'une relation – sa valeur – est connu avant tout des parties dont il dépend par ailleurs. Satisfaites de leurs situations réciproques, elles n'ont pas besoin de le crier sur les toits. La relation étant par définition ouverte sur l'avenir, et cet avenir étant fonction, entre autres s'entend, de la confiance, de la loyauté réciproque des parties et de leur engagement, elle n'a pas de valeur objective, indépendante des parties. La relation est donc une réalité peu transparente, fertile mais aussi fragile. Or, nous avons vu que la financiarisation consistait en l'instrumentalisation à grande échelle des relations à fins de transactions. Cette tendance va affecter très directement les rapports des parties au sein des relations. En effet, leur disponibilité et leur engagement dans de nouvelles relations vont devenir plus circonspect et se feront avec plus de prudence.

Que se passe-t-il au sein d'une relation dont une des parties se met à guetter les opportunités de sortie ? Dès que la partie captive le perçoit, elle va développer un sentiment d'insécurité qui va se traduire par une érosion de la confiance et pourra déboucher sur la mise en place de stratégies de rétorsion voire d'équilibrage sournois. De tels comportements vont vider la relation d'une partie de sa substance et de son potentiel de développement. Un jeu de masques aux conséquences potentiellement dévastatrices, tant économiques que sociales, va alors s'engager, ce qui risque, à terme, d'avoir raison du potentiel de la relation.

La confiance est la condition clé de l'engagement qui, à son tour, est porteur de fertilité, de croissance et de multiplication. Il en va ainsi d'un projet d'investissement qui suppose et repose sur la collaboration, donc sur la confiance des parties en présence, c'est-à-dire sur une relation durable. En effet, à la racine de tout investissement il y a l'ouverture, l'accueil, la confiance et même, n'ayons pas peur des mots, un don qui s'inscrit dans l'horizon d'une espérance du retour et du rendement. La durée de la relation est le gage de cette promesse. *A contrario*, la méfiance face à l'avenir et face au partenaire est de nature à bloquer toute coopération, toute création en la figeant en une succession mécanique de transactions équilibrées du type « donnant-donnant ». Dans une telle configuration, l'essentiel du potentiel d'une relation de coopération est perdu. En effet, la relation est par définition une succession de déséquilibres

qui, à l'instar de la marche, alimentent sa dynamique et son potentiel. La stérilisation de la relation par une perspective de transaction prive en fait l'économie et la société de la souplesse qu'offre la durée des relations. Il en est ainsi quand la confiance réciproque des parties en leur capacité d'équilibrer la relation en cas de déséquilibre trop patent, se transforme en quête des opportunités de sortie.

Quel est le sens économique à multiplier des relations alors que monte la méfiance ? Quand la méfiance monte, chacune des parties cherche à se protéger et à contrôler les prestations et activités de l'autre. Ceci diminue l'efficacité économique de la relation : le coût de contrôle augmente et entraîne la productivité de la relation à la baisse. En effet, du point de vue économique, la limite de rentabilité d'une relation qui ne serait que formelle est facile à entrevoir. Elle est atteinte quand le coût du contrôle ou de la surveillance réciproques s'approche de ce que la relation peut raisonnablement produire. Ce seuil correspond au seuil de stérilité. Or, en situation de méfiance généralisée, il n'y a plus de coopération possible, donc plus de créativité, plus d'innovation ; la stérilité économique menace. Cette menace constitue une première limite endogène à la dynamique.

Le comble de la stérilité est atteint, semble-t-il, dans la situation où les relations financières sont mises en place non pas parce qu'elles ont un potentiel de création, mais dans le seul but d'être valorisées sur un marché avant d'y être vendues. Cette instrumentalisation extrême de la relation à des fins de transaction a été dénoncée par la Banque des règlements internationaux dès le début 2007 sous le nom de stratégie d'« originate and distribute ». Avant de prendre une connotation morale en été 2007 avec la crise du *subprime*, cette dénonciation avait un fondement technique qui stigmatisait la méconnaissance par l'acheteur des titres du contenu des relations sous-jacentes. La relation étant nouée dans le seul but d'en faire un objet de transaction, nous sommes là en présence d'une inversion patente des finalités. Cela étant, à l'instar du *subprime* qui en est un exemple de choix, et des instruments financiers qu'il a suscités, une part importante de l'innovation financière s'inscrit depuis des années dans cette même logique d'instrumentalisation de la relation à des fins de transaction.

La complexité

La multiplication des transactions portant sur des composantes de plus en plus fines de la réalité économique augmente sérieusement

la complexité de l'ensemble. Les transactions et les relations sous-jacentes de plus en plus réglementées ne peuvent être ni comprises ni effectuées sans le concours d'une équipe de spécialistes qui sont autant d'intermédiaires qualifiés.

La montée de la complexité qui accompagne la financiarisation s'explique par plusieurs facteurs. Ainsi, les moyens de calcul et de gestion de l'information actuellement disponibles permettent d'appréhender des éléments de plus en plus fins de la finance et de conduire des transactions sophistiquées avec une précision quasi infinie. Or, la manipulation de montants immenses avec une précision de quelques centièmes de pourcent exige un appareillage lourd d'une extrême complexité technologique et réglementaire. Dans les pages précédentes, il a été longuement question de la mécanique fragile du marché. Pour lui assurer son efficacité théorique, les sociétés modernes l'ont ainsi enveloppé dans un ensemble de plus en plus compact de règles et de procédures.

La difficulté de poser un diagnostic précis sur les tenants et les aboutissants éventuels des turbulences récentes, à l'instar de celles provoquées par LTCM, s'explique en grande partie par la densité des interdépendances. La complexité qui en résulte est telle qu'elle échappe à l'appréhension des acteurs les mieux informés, notamment des banques centrales. L'enchevêtrement des risques et des contrats conditionnels est telle, que la finance mondiale apparaît de plus en plus clairement comme une entité compacte et totale – comme un processus sans sujet véritable –, l'autonomie légale de chacun des acteurs étant réduite à peu de chose par une toile enchevêtrée d'interdépendances.

Aucun acteur, aussi sophistiqué soit-il, n'étant en mesure de faire face de front à cette complexité, chaque opérateur cherche à baliser le terrain en mettant en place des procédures afin d'appréhender des segments de l'espace financier. Les pouvoirs publics sont logés à la même enseigne, ils édictent des normes et des réglementations ponctuelles et les imposent ensuite aux opérateurs. Il n'en demeure pas moins que la complexité demeure. Face à elle, la seule méthode de la procéduralisation tatillonne doublée d'une répartition stricte des responsabilités, est impuissante parce que la finance est une activité intrinsèquement innovante et le marché un espace par définition « non-ouvert ». Bien que la méthode de la procéduralisation ait montré ses limites, notamment en période de crise, elle demeure la seule pratiquée aussi bien au sein des institutions qu'au niveau de l'ensemble. En dépit des tentatives pour canaliser les évolutions, les mutations dont il a été question ici transforment inéluctablement la

finance moderne en un processus sans sujet, en un avion sans pilote mais avec de très nombreux passagers.

Comme il en va de la méfiance, la complexité de la finance moderne, avec ses risques et fragilités cachés et impossibles à anticiper, constitue la seconde limitation intrinsèque du processus de financiarisation. En effet, au-delà d'une certaine limite, l'augmentation continue de la complexité pourrait faire sombrer les sociétés financiarisées dans le chaos, comme le laissent d'ailleurs entrevoir certains scénarios proposés par la théorie mathématique des catastrophes. Dans ces théories, des changements infinitésimaux peuvent précipiter les systèmes les plus complexes dans des situations incontrôlables. C'est en s'inspirant de telles théories de la complexité, que des chercheurs ont tenté d'expliquer l'effondrement d'un certain nombre de sociétés dans l'histoire. Selon ces travaux, un excès de complexité a été un facteur avéré d'effondrements d'ordres sociaux, notamment celui de la Rome ancienne². La complexité est d'un côté source d'efficacité et de précision, mais de l'autre source de fragilité et de coût de gestion et de surveillance. Quand le coût – aujourd'hui en grande partie socialisé – deviendra plus important que les gains d'efficacité, le processus de financiarisation n'aura plus de raison d'être économique. Commencera alors la marche arrière, mais il y a peu de chances qu'elle soit ordonnée.

La concentration du pouvoir économique

Les pages précédentes ont montré, chiffres à l'appui, que la financiarisation repose et amplifie en retour la concentration de la puissance économique et financière. C'est ainsi que la mise en place des collecteurs d'épargne a donné naissance à des méga-acteurs habilités à manier des montants sans précédent, ce qui a grandement accéléré le développement des transactions financières et donc alimenté la financiarisation. Afin de maîtriser leurs coûts, notamment les coûts d'intermédiation et de gestion, ces méga-acteurs ont suscité l'apparition d'intermédiaires de tailles comparables. L'afflux de liquidités a été dirigé vers les très grands marchés, seuls capables de les absorber, ce qui a eu pour effet l'envolée du niveau des capitalisations boursières dans les pays de l'OCDE. Il en a été de même des volumes de transactions et de commissions. En conséquence, comme mentionné plus haut, il en a résulté une consolidation des grands

2. Tainter, Joseph, *The Collapse of Complex Societies*, New York, Cambridge University Press, 1988.

intermédiaires avec, en leur sein, une polarisation forte des rémunérations. Le processus de concentration est également visible dans la sphère réelle au travers de la consolidation des TGE cotées, points nodaux de l'économie mondiale.

Il est évident que la légitimité – morale, technique et sociale – dont bénéficie actuellement le principe de la rémunération au prorata du capital, accélère pour des raisons purement mathématiques le processus de concentration. Aujourd'hui, la financiarisation avec sa cohorte de transactions vient encore amplifier ce processus. Cette tendance est justifiée, au niveau du discours idéologique, par la doctrine de la « shareholder value », de l'actionnaire propriétaire de l'entreprise. Les bénéficiaires de cette justification sont aujourd'hui les intermédiaires financiers, les contremaîtres dans les entreprises et seulement marginalement les destinataires finaux, à savoir les retraités présents et futurs. Contrairement à leurs mandataires, la financiarisation n'a ni augmenté leurs retraites, ni raccourci leur temps de cotisation, alors qu'elle a fait exploser certaines rémunérations de direction et d'intermédiation.

La concentration du pouvoir économique dont il est question, concerne en apparence avant tout les pays du Nord, mais en apparence seulement. En effet, par l'extension internationale de leurs réseaux d'approvisionnement et de distribution, les TGE influencent aussi bien l'économie du Nord que celle du Sud. Aussi la concentration des ressources et des principales commandes entre les mains d'un si petit nombre ne peut-elle laisser indifférent les masses affamées du Sud. Alors que le Nord ne travaillera bientôt plus que pour ses retraites, le Sud manque de pain au jour le jour. Les inégalités croissantes, en dépit des quelques pays qui ont réussi à se raccrocher au peloton de tête, ne sauraient se creuser indéfiniment sans appeler de réaction. Les réactions peuvent être de natures diverses, fermeture, rejet, voire agression pure et simple.

L'apparition récente et remarquée des « fonds souverains » inquiète à juste titre le Nord. En effet, on ne peut exclure que les prises de participation massives de ces fonds dans les banques affaiblies par la crise de 2007-2008 présagent d'un renversement de tendance à venir. Tel serait le cas s'il s'avérait demain que les nouveaux actionnaires ne vénèrent pas la sacro-sainte « shareholder value » et entendent utiliser leur puissance nouvellement acquise à d'autres fins que la simple multiplication de leurs avoirs. C'est une des voies possibles par lesquelles d'autres finalités, par exemple d'ordre politique, viendraient contester et menacer la logique de la financiarisation sur son propre terrain.

La concentration du pouvoir économique dans les mains d'un nombre limité d'acteurs financiers, dont depuis peu les fonds souverains, menace l'avenir du processus de financiarisation puisqu'elle laisse entrevoir l'existence d'une limite à la tolérance en matière d'inégalités. L'opulence des uns doublée de leur arrogance dogmatique peut – comme cela est déjà arrivé dans l'histoire du monde – devenir insupportable aux larges couches d'exclus³. Aussi, la montée des inégalités attestées par un grand nombre de mesures tant au niveau des pays qu'au niveau international, doit-elle être vue comme une limite possible à la financiarisation.

3.2 LES LIMITES EXTERNES ANTHROPOLOGIQUES

En plus des limites inhérentes au processus de financiarisation lui-même, l'extension de ce dernier peut venir buter contre des obstacles ou oppositions externes. Trois types de limites exogènes au processus méritent d'être évoquées brièvement : le sentiment de non-sens généralisé, l'érosion des fondements éthiques, et le sentiment d'impuissance et d'aliénation éthiques. Il s'agit de trois limites qui sont des points de résistance anthropologique, des points sur lesquels il peut y avoir résistance de la nature humaine.

La transaction – au-delà du conflit d'intérêts

Tous les moyens sont bons dans la course à l'efficacité financière, même ceux qui, il y a quelques années encore, semblaient inadmissibles. La longue liste de scandales avérés et de comportements douteux dont les médias font état montre que dans la course à la performance. Dans la « winner takes all society⁴ », il y a de moins en moins de place pour les perdants. La lutte pour la survie économique devient quasi animale et prend parfois des tournures de la guerre hobbesienne de tous contre tous. Dans une telle société, le faible, le naïf, le crédule, le migrant, le moins formé, sont non pas des sujets de compassion, mais des cibles de marketing, des opportunités de gain et de performance.

3. Ziegler, Jean, *L'empire de la honte*, Paris, Fayard, 2005 ; et Hollenbach, David, *op. cit.*

4. Frank, Robert et Cook, Richard, *The Winner-Take-All Society*, New York, Penguin Books, 1996.

L'attitude de confrontation et de combat pour la plus-value fait son apparition dans des domaines où, jusqu'à peu, prévalaient encore des rapports basés sur la confiance. Il en va ainsi des domaines où l'expert mandaté par le client était supposé agir dans l'intérêt bien compris de celui-ci. Cela est vrai de tous les domaines où il existe une asymétrie de connaissances et concerne donc une majorité des activités de service. Les médecins, juristes, comptables ou conseillers de vente, mais aussi des gérants de biens avaient traditionnellement le devoir moral de veiller avant tout aux intérêts bien compris de leurs mandants, à la limite même au détriment de leurs propres intérêts pécuniaires. Ce devoir, d'une part, faisait partie de la déontologie de ces diverses professions et à ce titre était transmis de génération en génération, et de l'autre, il était ancré dans la moralité ambiante, notamment au nom de la non-instrumentalisation d'autrui. De cette manière, si le mandataire pouvait en apparence être tiraillé entre deux loyautés – celle à l'égard de son porte-monnaie et celle à l'égard son client –, il était aussi intérieurement armé pour ne pas céder. Aujourd'hui, comme le relève dans une analyse brillante T. Frankel, les choses changent, les professions, dont l'exercice reposait jusqu'à peu encore sur le respect des intérêts bien compris du client, ont tendance à se défaire sur la stricte contractualisation des rapports. Or, une telle transformation du rapport n'a de sens que s'il y a égalité – aussi en termes d'expertise – entre les parties au contrat. Ce qui n'est manifestement pas le cas de ces professions basées sur le savoir et sur l'expertise. Cette tendance vers la contractualisation, qui est une forme de transaction, participe d'ailleurs de la dynamique généralisée de phagocytage des relations.

Il n'en demeure pas moins que cette tendance renforce encore la position de l'expert puisque, une fois le contrat signé, il n'a d'autres responsabilités ni missions que d'exécuter les tâches prévues. À ce stade, la question de savoir si le mandant comprend le sens et la portée des dispositions du contrat, n'a plus d'importance. Cette évolution vers la contractualisation de l'ensemble des services participe, d'une part, d'une quête de couverture légale de la part des professionnels et, d'autre part, de leur volonté de s'affranchir de principes déontologiques qui leur imposaient de prendre en considération l'intérêt bien compris du client ou du patient⁵.

5. Frankel, Tamar, *Trust and Honesty*, New York, Oxford University Press, 2002; Dembinski, Paul H., « Conflits d'intérêts : le déni de l'éthique », in *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2003-2004*, Paris, Association d'économie financière, 2004.

La tendance décrite plus haut stigmatise des situations où, en toute légalité, la relation basée sur la confiance est bafouée au nom de la suprématie de la transaction. La relation de confiance et de service n'a pas de poids, seule compte la transaction. Si cette tendance devait se confirmer, elle porterait atteinte à la poutre faîtière de la civilisation qui tient au fait que les forts sont tenus, par un devoir moral de solidarité, de prendre soin des faibles. Cette attention minimale est aussi la base de toute vie en société et de toute solidarité. L'irruption abrupte de la transaction, si elle n'est pas contenue par une éthique, peut saper les fondements mêmes de toute société, comme le rappelle A. Tévoédjrè : « Les maux de la civilisation industrielle proviennent de principes appliqués à la base pour accroître la production et le profit : la concentration et la spécialisation. [...] Or, dès que l'industrialisation "spécialise" les individus, chaque fois que s'effectue le passage d'une économie d'usage à une économie d'échange, on voit se réduire la famille à sa plus simple expression. La société d'accumulation dispose en effet d'une extraordinaire faculté de récupération [...]. Mais la société elle-même existe-t-elle vraiment⁶ ? »

G. Soros, rappelait dans un ouvrage qui a fait du bruit en son temps, que même le marché le plus perfectionné pouvait devenir une machine à détruire du lien social, s'il n'était pas enserré dans un corset culturel et éthique⁷. Les pages qui précèdent mettent en évidence le mécanisme qui consiste en l'instrumentalisation systématique de la confiance par la transaction au nom d'un gain en capital. Cette dynamique d'extraction de la valeur impulsée par la financiarisation a un effet destructeur sur le tissu social. Elle nourrit un mimétisme auto-amplificateur malsain – personne ne voulant être le laissé-pour-compte. Ainsi, la course à la prime de transaction nourrit une surenchère qui gangrène de manière difficilement réversible le tissu social. Par conséquent, dans une perspective sociétale, et non seulement économique, les gains d'efficacité quantifiables en termes d'augmentation de produit national doivent être mis en rapport avec ses effets destructeurs sur la société bien réels et présents mais inquantifiables, peu visibles et sournois. La déliquescence ne peut être stoppée que par une action visant à remettre la relation et la transaction chacune à sa place.

6. Tévoédjrè, Albert, *La pauvreté richesse des peuples*, Paris, coll. « Économie et Humanisme », Les Éditions Ouvrières, 1978, p. 33.

7. Voir le compte rendu du livre *The Crisis of Global Capitalism* dans *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 2, printemps 1999, p. 56-60.

L'aliénation éthique

La montée en force des procédures et des réglementations multiples vise à organiser la société de la manière la plus rationnelle et efficace possible ; à la rendre prévisible, standardisée et contrôlable. La procéduralisation – qui n'est autre que le saucissonnage des relations en segments ou transactions isolables – participe d'une aspiration à dépersonnaliser l'activité et à rendre les rôles interchangeables. En effet, lorsqu'il s'agit de suivre une procédure détaillée, il devient indifférent de savoir si c'est Marie, Jacques ou Jean qui actionnent le bouton ou effectuent telle ou telle opération.

Le recours aux procédures entraîne également un découpage des responsabilités en parcelles strictement correspondantes à chacune des étapes de la procédure. De cette manière, tout un chacun bien au fait de « sa » responsabilité, se trouve dispensé de s'interroger sur le sens de ce qu'il fait, c'est-à-dire sur le sens de la chaîne de procédures à laquelle il participe. Il s'ensuit une déresponsabilisation par rapport au sens du résultat d'ensemble, à laquelle concourt une surresponsabilisation technique dans le cadre d'un segment donné. En perdant le sens de son activité, de l'activité à laquelle il contribue, l'homme devient simple exécutant, privé des repères du bon sens et de l'instinct. Dans un monde sans repères, il a tendance à se rabattre sur l'obéissance et la soumission à l'autorité du chef. Dans un univers cloisonné, empêché de voir l'ensemble, l'homme se renferme sur lui-même, cesse de réfléchir, tend à se soumettre à l'autorité soit parce qu'il a peur, soit parce qu'il est trahi par ses propres instincts de survie⁸. Aucun régime totalitaire n'a exigé l'adhésion de tous à l'ensemble de ses desseins ; chacun de ces régimes s'est satisfait de la soumission à l'autorité et de l'exécution pointilleuse de tâches précises. Ces phénomènes ont été largement décrits par la littérature sur le nazisme et le stalinisme⁹.

La finance, imbue de son projet de société aux risques parfaitement maîtrisés, est porteuse d'un projet potentiellement totalisant mais pas totalitaire. Du fait de sa complexité, elle se prête parfaitement à un découpage des responsabilités, à l'isolement des acteurs par rapport aux conséquences de leurs actes. Cet isolement vient à la fois du fait que le marché dissout l'opérateur individuel dans la masse et le rend donc non responsable par définition, et du fait que la finance, pure manipulation de symboles, est éloignée de ses

8. Milgram, Stanley, *Soumission à l'autorité*, Paris, Calmann-Lévy, 1994.

9. Voir notamment : Haffner, Sebastian, *op. cit.* ; et Deselaers, Manfred, *op. cit.*

conséquences notamment par la technologie, par son langage fait de ratios et de pourcentages. Finalement, l'isolement des acteurs vient aussi du fait qu'ils évoluent dans un milieu clos, celui d'une finance imbue de sa puissance par rapport aux autres acteurs de l'économie¹⁰. Indiscutablement donc, la finance est un lieu particulièrement propice à la généralisation des situations d'"aliénation éthique". À l'instar de l'ouvrier décrit par Marx qui est aliéné dans son travail parce que l'organisation industrielle en quête d'efficacité le prive du contact avec le produit final de son travail, le manipulateur de symboles, enserré dans des procédures rigides, peut facilement devenir indifférent au sens et aux implications de ce qu'il fait. Dans bien des cas, l'aliénation éthique devient une habitude, d'autant plus facile à prendre que la rémunération est élevée.

Les travaux de S. Milgram, vieux de plus d'un demi-siècle, ont montré à quel point la démission éthique était caractéristique des situations de soumission à l'autorité. Toutefois, l'économie de marché, dans son idée fondatrice, repose sur le libre concours des acteurs, alors que, dans sa réalité, elle est le fait de sociétés libres. D'autant plus inquiétante est la généralisation apparente de la démission éthique des individus qui, dans leurs fonctions professionnelles, disent agir sous la pression et parfois sous l'autorité de forces impersonnelles qui déclenchent ainsi des comportements analogues à ceux analysés avec finesse par S. Milgram.

Le sentiment d'impuissance

L'aliénation éthique – l'abandon ou la perte de repères autres que l'efficacité – débouche sur un sentiment d'impuissance. Le paradoxe de l'impuissance est clairement exprimé par un des protagonistes du film documentaire *Ma mondialisation*¹¹ : au cœur d'une économie fondée en théorie sur le libre choix, dit-il, il est frappant de découvrir que tous les acteurs de terrain présents dans le film affirment ne pas avoir de choix et donc agir sous contrainte. Il en est ainsi parce que la logique de l'efficacité, une fois lancée, devient d'autant plus implacable pour tout un chacun qu'elle est relayée par des processus sans sujet. Cette logique se dresse alors à la fois comme une force et comme un critère unique de ce qu'il convient

10. Dembinski, Paul H., Bonvin, Jean-Michel, *et al.*, « Les enjeux éthiques dans les activités financières », in *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 3, printemps 2000, p. 6-21.

11. Perret, Gilles, France, 2007.

de faire. Par ce tour de passe-passe, elle prend possession de l'espace réservé aux finalités, et finit par être perçue et vécue comme la véritable, la seule *ultima ratio* de l'activité humaine.

La technique constitue une dimension où l'ethos de l'efficacité s'impose avec beaucoup d'aisance. Or, les réponses techniques, implacables dans leur logique, nourrissent le sentiment d'impuissance. Il en va ainsi du marché – magma d'actionnaires nomades – qui impose son sentiment à l'opérateur isolé et l'entraîne dans son sillage. Pour résister, pour surmonter le sentiment d'impuissance, il faut que le problème soit posé en d'autres termes, non seulement en termes du comment (question technique), mais aussi en termes du pourquoi, question qui mobilise le registre des finalités. Bien qu'une telle inversion des interrogations ne soit pas aisée, elle est indispensable pour échapper au totalitarisme technique qui se nourrit du sentiment d'impuissance généralisé.

L'émancipation de la logique économique de l'emprise du religieux et du moral coïncide avec son affirmation en tant que domaine d'activité autonome auquel les travaux d'A. Smith ont donné des lettres de noblesse. Son émancipation de l'emprise du social a été mise en lumière notamment par K. Polanyi. Il qualifie de « Grande Transformation » la fin de l'« enchâssement » de l'économie dans le social. Durant le dernier quart du XX^e siècle, le processus d'émancipation de la logique économique et financière a été porté à son comble par la globalisation qui a signifié sa libération par rapport au politique. La financiarisation analysée ici ne correspond pas seulement à la phase culminante du processus d'émancipation de l'économie, mais englobe également sa montée en puissance en tant que logique dominante. Aujourd'hui, la logique économique-financière est non seulement libre de l'emprise du métaphysique, du social et du politique, mais encore c'est elle qui leur impose sa domination sans rencontrer de contre-pouvoirs constitués. Aussi les appels à la reprise en mains de l'économie par le politique – compte tenu de l'emprise actuelle de la financiarisation – relèvent-ils de vœux pieux ou d'incantations idéalistes, avec peu de chance de mise en œuvre dans le court terme.

Aussi puissant que soit le processus de financiarisation longuement analysé, il ne concrétise pas une « loi » historique déterministe qui serait inexorablement en marche. Par conséquent, le sentiment d'impuissance n'est pas entièrement fondé, même si cela ne veut pas dire que tout peut être fait, ni que cela peut se faire tout de suite. En effet, la financiarisation dispose dans le monde contemporains de relais solides à la fois intellectuels, sociaux, institutionnels et réglementaires. Durant le dernier quart de siècle, ces relais sont

devenus parties intégrantes du cadre « normal » de la vie de l'Occident, voire du monde. Ainsi, même les autres cultures se sont laissées pénétrer sans opposer de résistance par l'ethos de l'efficacité et sa batterie d'indicateurs chiffrés¹². Il n'en demeure pas moins que la financiarisation est seulement un parmi d'autres principes d'organisation : elle est emblématique d'un choix qui, poussé à l'extrême, menace à la fois l'homme et la société. Ainsi, en vertu de cette analyse, il existe d'autres principes, actuellement moins visibles, qui pourraient prendre le relais, notamment le principe d'organisation inspiré de l'idée du bien commun.

La confrontation entre diverses logiques d'action est permanente, et elle a lieu à tous les étages du système social : au niveau micro social des comportements et des décisions quotidiens, au niveau des mécanismes en place et au niveau des institutions. En dépit des apparences, les réalités sociales et économiques ne sont pas figées, et elles vivent et évoluent, influencées à la marge par les décisions quotidiennes de tout un chacun. La transformation systémique qui a porté la financiarisation sera déviée de son cours seulement si elle se heurte à une résistance interne ou rencontre une opposition externe. Compte tenu de la position actuellement dominante de la logique financière, la seule résistance suffisamment puissante pour la perturber serait celle qui prendrait appui sur la question du sens. Le sens comme unique antidote à l'implacable logique technicienne rejoint les conclusions exprimées avec force par Jean-Baptiste de Foucauld : « Opter pour le sens [...] c'est reconnaître qu'il y a en nous, disponible et présent, un esprit, une conscience morale, un désir d'aimer et de donner qui sont le propre de l'homme, dont nous ne savons avec certitude ni l'origine ni la fin, mais que nous avons à porter, à développer, à affirmer envers et contre tout, contre l'absurdité, la bêtise et l'injustice, à nos risques et périls pour être simplement nous-mêmes¹³. » En toute logique donc, c'est à la quête des moyens de résistance qu'est consacré la fin de cet ouvrage.

12. Thomas Crump, dans *Anthropologie des nombres*, Paris, Seuil, 1995, montre que la quantification poussée est l'apanage de la culture occidentale. Il explique la facilité avec laquelle ce langage s'est répandu aux dimensions de la planète par le fait que les autres cultures ne disposaient d'aucun « anticorps » pour résister à l'invasion du chiffre, et avec lui l'idée de l'efficacité.

13. De Foucauld, Jean-Baptiste, *Les trois cultures du développement humain*, Paris, Odile Jacob, 2002, p. 41.

3.3 QUE FAIRE ?

Des pistes fragmentaires, touchant les divers modes par lesquels la financiarisation pénètre le tissu social, seront évoquées ici à titre exploratoire. Parmi ces modes, la lente maturation des idées semble être la plus puissante et la plus fondamentale parmi les évolutions analysées ici. Il a fallu plus de deux siècles pour que l'ethos de l'efficacité devienne la *Weltanschauung* et le paradigme dominant et indiscuté des temps modernes. Il est donc naturel que la ligne d'action prioritaire porte sur la résistance vigoureuse à opposer aux ambitions de monopole que ce paradigme pourrait nourrir à l'égard de la question du sens. En effet, le sens relève des finalités avant de concerner des moyens. Il ne s'agit donc pas de moraliser la financiarisation, mais de la soumettre, de l'asservir à une finalité respectueuse de la dignité humaine et de sa nature.

L'éthique de la finance en question

Des initiatives d'inspiration éthique foisonnent avec l'idée ou l'objectif de « moraliser » la finance. Elles aboutissent toutes à des variantes d'une déontologie des professions de la finance, à l'instar des quelques manuels désormais classiques de la question¹⁴. Cette manière d'aborder la question de l'éthique de la finance, ou plus exactement de l'éthique en finance, revient à chercher des modalités et des régulations pour rendre la transaction financière « éthique ». L'attention se porte alors sur les modalités d'exécution des transactions : lutte contre les délits d'initiés avec pour corollaire une transparence accrue, devoir d'informer la partie à la transaction, lutte contre la corruption et les trucages (à l'instar du scandale récent du *back-dating* des options). Chacune de ces problématiques a son importance propre, notamment pour l'organisation des marchés, leur réglementation ainsi que la mise en place de procédures de « compliance » au sein des diverses entreprises¹⁵. Il s'agit d'une préoccupation centrale pour toutes ces institutions dont la mission consiste à veiller à l'intégrité du marché et des transactions. Toutefois, au vu des analyses qui précèdent, il ne faut pas oublier que toutes ces

14. Boatright, John R., *Ethics in Finance*, Boston, Blackwell Publishing, 1999 ; Melé Carné, Domenec, *Etica en la actividad financiera*, Pamplona, Universidad de Navarra, 1998 ; Koslowski, Peter, *Ethik der Banken und der Börse*, Tübingen, Mohr Siebeck, 1997.

15. Thévenoz, Luc et Bahar, Rashid, *op. cit.* ; Plender, John, *op. cit.*

mesures ont pour seul objectif de rendre la transaction mécaniquement plus pure. C'est sur ces problématiques que se focalise aujourd'hui l'essentiel des efforts en matière d'éthique financière.

Or, dans la perspective de l'analyse proposée ici, la qualité technique de la transaction relève d'une problématique somme toute secondaire. En effet, notre analyse met l'accent sur le risque de voir le tissu de relations socio-économiques affaibli par l'expansion tous azimuts des transactions au détriment des relations. Ainsi, consacrer trop d'énergie à des aspects micro réglementaires risque de détourner l'attention du véritable enjeu systémique lié à la financiarisation qu'est la stérilisation des relations. Dans cette perspective, la micro réglementation des marchés et de leur environnement reste, à elle seule, sans effet. Car, dans une foule solitaire, où les individus sont connectés les uns aux autres exclusivement par la transaction, le bien commun n'a ni place ni sens¹⁶. Reste alors aux politiques, devenus régulateurs, le seul soin de gérer les procédures de manière à permettre, dans l'espace interindividuel du marché, le croisement sans collision des trajectoires individualisées, à l'exemple de la gestion du trafic routier.

Privilégier la relation et la durée

La financiarisation s'impose au travers du phagocytage progressif des relations par les transactions. Ce processus instaure la méfiance, génère des coûts de surveillance et, à terme, met à mal la capacité de collaboration, de créativité et d'engagement dans la durée. Or, sans durée, il n'y a pas de relations et il n'y a pas de bien commun possible. En d'autres termes, la pression exercée par la logique de la financiarisation met en danger la relation. En conséquence, la résistance à cette logique-là exige la défense de la relation, la défense de la durée de la relation et de son caractère non anonyme.

En plus de choix individuels forts, la préférence pour la durée peut être encouragée de divers moyens. La première série de moyens consiste à augmenter les coûts de transaction. Bien que de telles mesures aillent à l'encontre de l'idéologie dominante qui prône la flexibilisation, elles doivent être progressivement introduites. Il s'agit dans un premier temps de la taxation des transactions financières. En son temps, J. Tobin avait proposé de « mettre du sable dans les rouages de la finance », appel qui a donné naissance au projet de « taxe Tobin » qui a été vidée de son contenu analytique et utilisée – contre la volonté de son auteur – de cri

16. Riesman, David, *La foule solitaire*, Paris, Arthaud, 1964.

de ralliement aux mouvements anti globalisation¹⁷. Comme il arrive souvent, le projet a été dévoyé : Tobin était préoccupé par l'emprise des transactions financières sur l'économie réelle et cherchait donc un moyen simple pour en diminuer le volume. La taxation des transactions financières, de toutes les transactions (et pas seulement des transactions de change), remplit parfaitement cette mission mais va, une fois de plus, à l'encontre du credo politique dominant.

Dans le domaine des sociétés par actions, les verrous que constituaient des actions privilégiées sont sous pression à travers le monde à cause de l'inégalité de traitement qu'elles représentaient entre actionnaires : actionnaires stables et stratégiques d'un côté, actionnaires nomades picorant les opportunités de l'autre. Cette distinction avait toutefois pour avantage d'installer entre l'entreprise de l'économie réelle et le tumulte de la finance un filtre porteur d'une certaine autonomie stratégique. Le « delisting » (sortie de la cote) de certaines entreprises, alors que d'autres diminuent la fréquence de leurs rapports financiers, suggère que l'apaisement de la névrose liée au cours de bourse peut être bénéfique pour les entreprises.

L'incitation à la durée peut s'inscrire dans les rapports de travail, dans les modes de rémunération voire dans la manière de récompenser la fidélité. La relation d'emploi exige toutefois la coopération des deux parties, mais elle ne saurait être réduite à la seule discussion des conditions légales. En effet, une relation sans confiance se vide de sa substance tant économique qu'humaine, et elle se réduit à un rapport formel sans contenu et avec un faible potentiel¹⁸.

Plus que favoriser la relation formelle, il s'agit de mettre en place de véritables « structures de confiance » capables de susciter cette dernière au cœur des relations socio-économiques. Des pratiques innovantes s'inscrivent dans cette perspective. Qu'il s'agisse de la « finance solidaire », de certains projets de micro finance, et aussi des efforts d'investissement responsable qui passent par l'établissement d'une relation durable entre l'actionnaire et l'entreprise¹⁹.

La relation a aussi sa place dans le rapport à l'impôt, matérialisation de l'attachement de l'assujetti à une communauté territoriale.

17. Michalos, Alex, *Good Taxes*, Toronto & Oxford, Dundrum Press, 1997.

18. Villette, Michel, *Le manager jetable*, Paris, La Découverte, 1996, 186p.

19. Voir les numéros suivants de *Finance & the Common Good/Bien Commun* : n° 8, automne 2001, « Investissement socialement responsable », n° 21, automne 2004, « Économie et finance solidaires : chimère ou nouveau défi ? », et n° 25, automne 2006, « Europe : la microfinance se fait une place » ; et aussi Balkenhol, Bernd, « Microfinance : Performance and Efficiency », in *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 28-29, *op. cit.*, p. 147-151.

Là encore il y a place pour une relation, pour une prime à la durée et non pas, comme c'est le cas actuellement, pour une prime à la mobilité qui se manifeste par des cadeaux fiscaux aux nouveaux arrivants. Il est urgent de sortir, dans le domaine de l'imposition et de la fiscalité, du cercle vicieux qui prévaut actuellement et qui est enlisé dans la méfiance « État prédateur-contribuable voyou ». Toutes ces initiatives méritent d'être renforcées et mieux arrimées à leurs fondements tant philosophiques qu'éthiques, lesquels gagneraient à être mieux connus et mieux compris. *Last but not least*, une des relations qui demandent à être restaurées au plus vite, en tant que relations véritables, est la relation de solidarité internationale, notamment sous la forme de l'aide au développement, au sens plénier du terme et sans arrière-pensée instrumentalisante; thème qui a disparu – en tant que tel – des agendas internationaux.

La préférence à la durée n'a pas nécessairement besoin de relais juridiques ou réglementaires. Il s'agit d'un comportement qui privilégie la fidélité et la constance, aux lieux, aux personnes aux projets ou aux idées par opposition à l'attrait du butinage. Aucune mesure ne sera efficace sans le relais de comportements individuels basés sur des convictions fortes. En effet, la transaction témoigne de la préférence systématique pour un « ailleurs » (dans le temps ou dans l'espace) que la liquidité mettrait à portée au détriment du « présent » *hic et nunc*. Or c'est dans l'unité de temps et de lieu – n'en déplaise aux technologies de communication modernes – que s'épanouissent les trésors de l'âme humaine. Il en va bien sûr ainsi du bien commun.

En plus de la durée, la vraie relation implique le raccourcissement de la distance – pas uniquement géographique – entre les parties. C'est seulement la connaissance personnelle des parties à une relation qui lui donne solidité et fécondité. Il en va autrement dans beaucoup de relations contemporaines où l'anonymat relayé par le droit cache le visage de l'autre et prive la relation d'une partie de sa fécondité. Restaurer la primauté de la relation suppose donc de les resserrer et de les rendre moins anonymes en limitant le rôle des intermédiaires.

Modifier les rémunérations

Selon les développements qui précèdent, le mode de rémunération est un des relais les plus puissants de la financiarisation. Cette dernière a progressé en démultipliant le nombre d'intermédiaires, mandants ou délégués, tous intéressés à la commission en lien avec le résultat. Ce mode de rémunération détourne l'attention de

chacun de la qualité intrinsèque, y compris morale, de son travail au profit de la seule manière dont il sera perçu par d'autres. De plus, ce mode de rémunération aiguise la cupidité et l'âpreté au gain en détournant l'attention de la qualité des comportements, pour se concentrer sur l'effet de ces comportements.

La mise en place de modalités de rémunération à la fois plus respectueuses de la durée des relations et de la qualité des comportements professionnels, contribuera sans doute à diminuer la pression de la financiarisation, notamment dans tous les domaines où intervient un effort de vente.

Démanteler l'épargne financière

Le processus de financiarisation est mû par un dispositif d'auto-accelération : l'exigence du maintien de la valeur de l'épargne impose des niveaux de ROE et de productivité qui se prolongent par des contraintes en matière de consommation. Imperceptiblement, la financiarisation a rendu notre présent dépendant des projections que nous faisons sur notre avenir. Paradoxalement, c'est par la consommation d'aujourd'hui que nous sommes censés nous assurer les lendemains qui chantent. Pour ralentir voire arrêter cette logique implacable qui asservit le présent à un hypothétique futur, pour libérer le présent de la chape qui l'obère et pèse sur lui, il existe trois voies d'approche complémentaires : la frugalité, l'imprévoyance et le démantèlement des « silos d'épargne ».

La crispation sur la transaction et la peur du lendemain occultent totalement les vrais enjeux du présent. Des enjeux vitaux qui tiennent à l'approfondissement de nos relations, y compris avec Dieu. « Ouvrons les Écritures. Dans l'Ancien comme dans le Nouveau Testament, nous verrons que rien n'irrite Dieu à l'égal de cette préoccupation d'amasser, de cette peur d'être à court, nous verrons que non seulement il ne commande point mais qu'il désapprouve, mais qu'expressément il interdit le souci du lendemain²⁰. » Le devoir d'imprévoyance consiste donc à faire confiance, à abandonner le havre factice de la transaction sur un marché pour la richesse continue des relations, richesse qu'il convient à chacun de découvrir, de garder en propre et de cultiver jour après jour. C'est seulement dans une telle inversion que la finance cessera d'être trompeuse et sera effectivement mise au service des fins humaines :

20. Rivière, Isabelle, *Sur le devoir d'imprévoyance*, Liège, Pensée catholique, 1946, p. 11.

« Servons-nous donc de l'argent puisqu'il est là pour nous servir mais ne lui soyons jamais asservis²¹. »

La découverte progressive de la liberté que donne l'imprévoyance doit être accompagnée d'une autre découverte, celle de la frugalité. Par la frugalité, l'autolimitation dans la consommation, il sera possible de limiter l'emprise des préoccupations économiques et donc de la financiarisation sur nos sociétés²². Pour cela il suffit d'inverser la définition classique de l'économie (en tant que science) selon laquelle elle consisterait à aider à maximiser le produit sous contrainte des ressources. En inversant les données du problème, l'objectif de l'économie serait désormais de minimiser les ressources employées pour réaliser un objectif donné. Dans cette configuration, qui était celle d'autres civilisations, la fixation de l'objectif à atteindre ne relève plus de l'économique, il lui est donné et découle donc d'un autre ordre de finalités. L'économie et la gestion (re)deviennent alors clairement des techniques au service de cette finalité-là. Qu'il s'agisse de l'abondance frugale que propose Jean-Baptiste de Foucauld ou de la frugalité des oasis algériennes ; il s'agit d'être le plus efficace pour atteindre les objectifs limités et se laisser ainsi du temps et de l'énergie pour des choses plus importantes que la subsistance matérielle. « Ici dans l'oasis pas de consommation. Voilà le grand fait. De quoi manger : du pain, du thé, du café. Clé du système : trouver le régime intelligent de consommation. Définir des consommations qui réduisent convenablement le régime industriel. Apprendre à vivre à certaines heures de la journée sans consommer. Exemples : l'esprit, le sport, les conversations, l'étude. L'oasis répond : je limiterai tous mes travaux à ceux qui me font passer du dénuement (le désert, pays illimité de la faim et de la soif) à la splendeur, de la souffrance et de l'angoisse au bien-être, de la terreur à la quiétude, du vide au plein, du désert à l'oasis, à la béatitude et rien de plus²³. »

Les efforts vers plus d'imprévoyance, vers une frugalité voulue et une consommation raisonnable, n'auront que peu d'effet systémique tant que les exigences de rentabilité des silos d'épargne décrits dans les pages précédentes continueront à peser sur le présent, à imposer leur rythme à l'économie au nom de la rentabilité

21. *Ibid.*, p. 62.

22. Schor, Juliet *et al.*, *Do Americans Shop Too Much?*, Boston, Beacon Press, 2000, de même que d'autres ouvrages de cet auteur.

23. Le Corbusier cité par Manuelle Roche dans *Le M'zab : cités millénaires du Sahara*, Bez-et-Esparon, études & Communication, 2003, p. 64.

financière. En effet, le régime des retraites par capitalisation, chef-d'œuvre de la prévoyance financiarisée, est un des moteurs puissants de la transformation systémique dont il a été question ici. C'est parce que la valeur des retraites doit être évaluée jour après jour que le monde est soumis à la transactionnité aiguë. Ce régime est à la fois un trésor, un dogme et une prison. Il est donc indispensable qu'au nom de la vérité un examen sérieux des promesses, sans aucun doute trompeuses, de leur coût effectif et de leurs conséquences systémiques, soit entrepris. Un tel examen montrera que le fait d'enchaîner le présent à un avenir factice par le biais de montages financiers revient à bâtir un « avenir radieux » (et trompeur) dont la seule tâche, à l'instar de de l'avenir radieux soviétique magistralement analysé par A. Zinoviev, consiste à maintenir la façade, alors que l'intérieur est sur le point de s'écrouler.

Plus vite cette promesse trompeuse qui a eu une portée profondément structurante aura été amendée, plus vite le monde occidental sera en mesure de reprendre le contrôle de sa finance et de l'utiliser à construire, et non pas détruire, les relations économiques et sociales. Seulement à ce moment la finance actuellement porteuse de promesses trompeuses sera ramenée à son rôle naturel, celui d'être véritablement la servante du développement humain et du bien commun.

Le sentiment que la logique de la financiarisation est sur le point de s'épuiser et qu'une nouvelle transition systémique pourrait se dessiner à l'horizon commence à être partagé, même s'il échappe (encore) à un diagnostic d'ensemble. Ce sentiment est appréhendé aujourd'hui avant tout par bribes – cela ne peut plus continuer ainsi – et de manière intuitive, plus rarement de manière raisonnée. En fait, la tension entre la quête raisonnée du sens des uns et la recherche de l'épanouissement des sens des autres, est potentiellement explosive. Elle dissimule en réalité un dilemme en termes de société : une société du marché arc-boutée sur la transaction instantanée et mécaniquement pure, ou une société de relations durables et ouvertes sur l'autre, une société soucieuse du bien commun qu'il s'agit d'inventer.



La nécessité de mettre au service des milieux de la finance un lieu d'échanges et d'études pénétré du souci de la responsabilité personnelle et collective n'est plus à prouver. L'Observatoire de la finance est un « think-tank » qui fait le lien entre le monde des techniques financières et les exigences du bien commun. Ce faisant, il tente de clarifier la question du comment pour aborder avec compétence celle du pourquoi.

- Dans la poursuite de sa mission, l'Observatoire agit par un travail de recherche et de diffusion, par l'animation de discussions avec des institutions et des personnes des milieux financiers, ainsi que par la formation.
- L'Observatoire de la Finance est indépendant, apolitique et non religieux.
- L'Observatoire de la Finance est une fondation de droit suisse, sans but lucratif, domiciliée à Genève où elle jouit d'un statut d'utilité publique. En 2001, un bureau de représentation a été créé à Varsovie (Pologne).
- L'Observatoire de la Finance édite depuis 1998 la revue bilingue *Finance & the Common Good/Bien Commun*, et assume la responsabilité de la collection « Économie, Finance et Bien Commun » chez Desclée de Brouwer.
- Yves Burrus, Jean-Loup Dherse, Andrew Hilton, Paul-André Sanglard, Ernesto Rossi di Montelera (président), et Anthony Travis sont membres du Conseil de Fondation.

www.obsfin.ch

Paul H. Dembinski

Né à Cracovie en 1955, Paul H. Dembinski est économiste, professeur à l'Université de Fribourg et titulaire de la Chaire « Éthique & Finance » de l'Institut catholique de Paris. Depuis sa création en 1996, il anime l'Observatoire de la finance et assume la responsabilité éditoriale de la revue *Finance & the Common Good/Bien Commun*.

Publications récentes : *Car c'est de l'homme qu'il s'agit*, Paris, Desclée de Brouwer, 2007 ; *Enron and World Finance – A Case Study in Ethics*, London, Palgrave, 2005 ; *Économie et finance globales : la portée des chiffres*, New York et Genève, Nations Unies, 2003.



La revue bilingue *Finance & the Common Good/Bien Commun* est destinée aux responsables de la finance, au sens large, interpellés par la dimension éthique de leurs activités, et qui s'interrogent sur la manière de contribuer au bien commun par l'exercice de leurs compétences.

Les numéros publiés :

1998	1	Finance & Bien Commun / Quels sont les enjeux?
1999	2	Pourquoi le Bien Commun est-il important?
2000	3	Les enjeux éthiques dans les activités financières
	4	L'éclatement de la monnaie
2001	5	L'exclusion financière
	6/7	Rencontre internationale "Finance & the Common Good"
	8	L'investissement socialement responsable
2002	9	L'Euro façonnera-t-il l'Europe?
	10/11	Économie et finance globales. La portée des chiffres
	12	Ethique de la taxation et secret bancaire
2003	13/14	Conflit d'intérêt et structures de confiance
	15	La globalisation prise entre deux feux
	16	Taux d'intérêt et morale : perspectives religieuses
2004	17	La rémunération du capital : pratiques contemporaines
	18/19	Enron et le monde de la finance : un cas d'étude éthique

202 *FINANCE SERVANTE OU FINANCE TROMPEUSE ?*

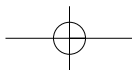
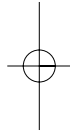
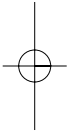
	20	Economie et finance solidaires. Chimère ou nouveau défi ?
2005	21	De Bretton Woods à Bâle II
	22	“Homo Oeconomicus”, Le mal-compris et le mal-aimé
	23	L’entreprise : Matière et forme(s)
2006	24	Les fondements éthiques de la théorie financière
	25	Europe : la microfinance se fait une place
	26	La finance joue avec le sport
2007	27	Robin Cosgrove Prize : Ethique en Finance
	28/29	L’Afrique entre tradition éthique et attrait de la finance
2008	30	Doxa managériale et bien commun

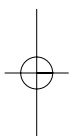
Table

AVANT-PROPOS	7
INTRODUCTION	9
Mise en perspective	9
Un contexte propice	10
Un peu d'épistémologie	11
La financiarisation – une transformation systémique	15
La structure du rapport	18
PARTIE I: L'ICEBERG DE LA FINANCE	21
1.1 LE CONTEXTE HISTORIQUE DU DÉVELOPPEMENT DE LA FINANCE	23
Les « années euphoriques »	23
De la monnaie servante à la monnaie maîtresse	30
L'informatique : l'euphorie technologique	37
L'éclatement de la monnaie	42
1.2 LES ACTEURS ET LES INSTITUTIONS	48
Le marché – une mécanique pour inspirer la confiance ...	49
Les méga-acteurs	59
Les gardiens du temple du marché	68
Les déficits publics et leur mode de financement	71
1.3 LA FINANCE DANS LA <i>WELTANSCHAUUNG</i>	75
Ethos de l'efficacité	76
Risque et rendement: un paradigme séduisant	81
Le risque, la peur du risque, un avenir sans risque	87
De l'intérêt à la cupidité: la passion déchaînée	88

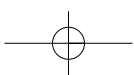
PARTIE II: L’AFFIRMATION D’UNE COHÉRENCE	93
2.1 LA RELATION ET LA TRANSACTION FINANCIÈRES	93
Les relations de financement	93
De la relation à la transaction financière	99
La transaction financière	102
2.2 VERS LA PRÉÉMINENCE DE LA TRANSACTION	104
La dynamique institutionnelle	104
Le marché financier – caisse de résonance	109
Vers une finance d’intermédiation pure	112
Relation – transaction: ordres de grandeur statistiques	115
La finance et le reste de l’économie	125
2.3 LES TRÈS GRANDES ENTREPRISES: LE RELAIS	
DE LA FINANCIARISATION	133
Les très grandes entreprises (TGE)	133
Une économie de marketing global	140
La valeur des entreprises: les nouvelles formes du capital	141
<i>Shareholder value</i> – la religion des nouveaux contremaîtres	144
Le ROE est roi	147
La procédure – le relais indispensable de l’efficacité	153
2.4 LA FINANCIARISATION DU TISSU ÉCONOMIQUE	155
Les fournisseurs des TGE	155
Les PME – le « private equity » à l’affût	157
2.5 LE CLIENT ARRIMÉ À L’ENTREPRISE	160
Maîtriser la durée de vie du produit	160
Personnaliser le rapport au client	163
Dissoudre le produit dans le service	165
Aliénation du consommateur lénifié	166
2.6 LES AUTRES ASPECTS DE LA FINANCIARISATION	168
Le règne de l’anticipation – les banques et leurs clients	168
L’homme dans l’étreinte de la financiarisation	171
La finance – une réponse métaphysique	173
2.7 QUELLE COHÉRENCE?	175

PARTIE III : FINANCE SERVANTE OU FINANCE TROMPEUSE?	177
3.1 LIMITES ENDOGÈNES	179
Le spectre de la stérilité	179
La complexité	181
La concentration du pouvoir économique	183
3.2 LES LIMITES EXTERNES ANTHROPOLOGIQUES	185
La transaction – au-delà du conflit d'intérêts	185
L'aliénation éthique	188
Le sentiment d'impuissance	189
3.3 QUE FAIRE?	192
L'éthique de la finance en question	192
Privilégier la relation et la durée	193
Modifier les rémunérations	195
Démanteler l'épargne financière	196
L'observatoire de la finance	199
La revue <i>Finance & the Common Good/Bien Commun</i>	201





Composition et mise en pages réalisées par
Sud Compo - 66140 - Canet en Roussillon
335/2008



Pour être informé des publications des Éditions Parole et Silence et recevoir notre catalogue, envoyez vos coordonnées à :

Éditions Parole et Silence
60, rue de Rome
F- 75008 Paris

ou

Le Muveran
CH - 1880 Les Plans sur Bex

paroleetsilence@omedia.ch

----- ✂ -----
Nom :
Prénom :
Adresse :
.....
Code postal :
Ville :
E-mail :
Téléphone :
Fax :

Je souhaite être informé(e) des publications des Éditions Parole et Silence.