

Tribune publiée par: « Le Monde »

Daté du 1 octobre 2008

Forcément inéquitables

Pierre-Noël Giraud

Professeur d'économie à Mines ParisTech

Auteur de :

« Le Commerce des Promesses, Petit Traité sur la Finance Globale », Le Seuil, 2001,
Réédition augmentée, Points Seuil, 2009

Mail : pierre-noel.giraud@ensmp.fr.

Imprévisible. Un très large consensus qualifie la crise en cours de crise de confiance. Tirons en donc toutes les conséquences : elle ne se terminera qu'avec le retour de la confiance et ses dégâts seront d'autant plus importants qu'elle aura duré. Comment se reconstitue la confiance ? Il y faut certes quelques gestes forts des gouvernements : fournir des liquidités et fixer des prix planchers aux marchés déboussolés en reprenant ou en assurant certains des actifs les plus risqués. En la matière, le plan Paulson est ce qu'il convient de faire. Sur ce socle, la sortie de crise ne peut résulter que d'une sorte de décision collective des acteurs financiers. Qu'ils craignent qu'elle continue, elle continuera. Qu'ils décident de reprendre confiance, ses conséquences resteront modérées. C'est pourquoi, proclamer en toute occasion : « ce n'est pas si grave ! » loin d'être le fait de cyniques hypocrites qui dissimulent la vérité au peuple, manifeste l'intelligence de ceux qui ont compris que la finance est dominée par des anticipations auto réalisatrices. Evidemment, puisque que le retour de la confiance obéit à des lois encore plus impénétrables que sa disparition, la longueur de la crise, la profondeur de ses conséquences économiques et ce qu'à la fin il en aura coûté d'argent public, restent aujourd'hui strictement imprévisibles.

Inéquitable. La finance bancaire et cloisonnée des Trente Glorieuses était une oligarchie. Un club très fermé de banquiers, industriels, hauts fonctionnaires et hommes politiques décidait seul des affaires monétaires et financières. Il arrivait à l'oligarchie de se soucier du peuple et d'en ménager certains intérêts, par exemple en lui octroyant le livret A, au rendement certes modeste mais stable, du moins tant que la politique monétaire restait vertueuse.

La finance de marché est une éclatante victoire de la démocratie. Au moins dans les pays riches, les investisseurs sont désormais tous « libres et égaux en droit ». Ils peuvent accéder à une immense palette d'instruments financiers présentant à peu près tous les couples rendement/risque imaginables. Cependant, un marché ne fonctionne efficacement qu'avec une information précise et partagée sur la qualité des produits, tandis que l'information nécessaire pour évaluer la qualité des titres financiers est à la fois incomplète et asymétrique. Elle est incomplète, car tandis que le prix d'un bien reflète son passé, c'est-à-dire le volume et la rémunération des facteurs ayant concouru à sa production, le prix d'un titre, qui n'est jamais qu'une simple promesse de revenus futurs, n'exprime que la vision moyenne que les investisseurs se font de l'avenir. Or de l'avenir, nul ne peut être certain. L'incertitude est ici

irréductible. Par conséquent, le mimétisme est omniprésent, la volatilité intrinsèque, les basculements d'anticipations inévitables et imprévisibles.

De plus, on l'a dit, l'information est très asymétrique. Dans la vaste démocratie qu'est la finance de marché, votent ensemble, en achetant et en vendant des titres sur les mêmes marchés, d'un côté de petits épargnants qui n'ont ni le temps ni les outils pour analyser la valeur des actifs, c'est-à-dire leur risque, et de l'autre des spécialistes très bien formés, très spécialisés, et de ce fait supérieurement informés. En bref c'est une démocratie de renards libres dans un poulailler libre. Dans ces conditions, il n'est pas très difficile de deviner qui va finalement subir les pertes en cas de crise, quelles qu'en soient les péripéties et avec ou sans interventions des Etats. A coup sûr, les investisseurs les plus mal informés, par conséquent les petits investisseurs.

La difficulté, c'est qu'on voit très mal comment remédier à cette asymétrie d'information. Les analystes financiers, particulièrement depuis l'affaire Enron, ne sont plus vraiment convaincants dans ce rôle. Les agences de notation avaient meilleure réputation, jusqu'à ce qu'elles échouent spectaculairement à informer de la qualité des obligations adossées à des crédits immobiliers. Mais de toute façon, seraient ils sans reproches, les petits épargnants n'auraient pas les moyens de traiter l'information qu'ils délivrent. Ils continueront à n'avoir d'autre choix que de confier leur épargne à des gérants, qui eux-mêmes n'auront d'autres objectifs que de répliquer l'évolution des marchés, c'est-à-dire de ne rien faire en prélevant cependant une confortable commission.

Quant aux gros investisseurs, y compris les institutions financières qui jouent pour leur propre compte, ils bénéficieront toujours de la meilleure information possible. Quoiqu'il arrive et quoi qu'en disent ceux qui annoncent la « fin de Wall Street », ils continueront donc à se livrer au jeu passionnant et lucratif qui consiste à passer les risques aux autres en gardant les rendements pour soi, grâce à des montages et à des instruments sans cesse renouvelés dont la conception et la gestion mobilisent les compétences de milliers de mathématiciens de haut niveau. On voit très mal comment le renforcement des réglementations, auquel tout le monde appelle aujourd'hui *ad nauseam* - quand on ne se donne pas de surcroît le ridicule de prôner « plus de transparence » - pourrait remédier sérieusement aux conséquences inévitables de cette donnée fondamentale : l'asymétrie d'information. La démocratie de la finance de marché est inévitablement inéquitable.

Inévitable. Faisons l'exercice de pensée d'examiner un instant les solutions les plus radicales pour supprimer les crises bancaires. On séparerait totalement les activités bancaires des activités de marché. Les banques de dépôts ne seraient autorisées qu'à faire des crédits et ne s'approvisionneraient en liquidité qu'auprès de la banque centrale, qui aurait donc le monopole de la création monétaire. Les banques n'auraient évidemment pas le droit de prêter aux activités de marchés. Celles-ci ne bénéficieraient donc d'aucun effet de levier et se joueraient exclusivement entre de vrais épargnants risquant leur propre argent et des entrepreneurs. Soit. Ce serait un système financier assez rustique, mais concevable.

Reste qu'il existe dans toute économie une masse incompressible de risques. Reflet des paris sur l'avenir que font en permanence les acteurs économiques, cette masse est d'autant plus grande que la croissance est vigoureuse et elle est irréductible. Il n'est d'ailleurs pas souhaitable qu'elle soit réduite. Elle doit absolument trouver à se loger dans certains actifs financiers. La question centrale est donc bien: comment et auprès de qui placer ces risques pour assurer une croissance soutenable aussi bien qu'équitable ? Dans l'hypothèse drastique

que nous venons d'évoquer, le grand public disposerait certes d'un système bancaire aussi sûr que possible, car isolé de la finance de marché. Mais la totalité des risques étant alors confiné sur les bourses et les marchés dérivés, ce secteur deviendrait extraordinairement volatile et le grand public n'échapperait pas aux fluctuations macro-économiques engendrées par cette instabilité. Le risque financier et ses conséquences, les crises, sont donc inévitables et nécessaires. Le choix qui nous reste est celui de la forme des crises.

L'idée de répartir très largement le risque de crédit par la titrisation était donc excellente, en théorie. La difficulté c'est que l'opération d'origination et de titrisation massive des crédits « subprimes » s'est accompagnée de transferts de risques calamiteux sur des marchés où ils étaient très mal évalués, avec en conséquence des pertes inéquitables. La répartition des risques de crédit par le marché n'a pas convaincu, jusqu'ici. Si bien qu'il se pourrait qu'on revienne à l'autre moyen, bien connu, de disséminer les risques et les pertes qu'ils engendrent: l'inflation. L'inflation est la forme progressive, alors que le krach est la forme brutale, d'une même nécessité : la destruction du « mistigri », ces promesses engendrées par les phases d'anticipations exubérantes et qui ne seront pas tenues. Une accélération de l'inflation serait une solution, certes potentiellement dangereuse parce que susceptible de s'emballer, tout aussi aveugle et inéquitable que les crises de marchés, mais beaucoup plus largement répartie, rampante et donc relativement indolore. En un mot une solution politiquement tentante.

Si on voulait l'éviter, dans quelle direction s'orienter pour réformer la finance de marché? C'est très simple à exprimer : des épargnants beaucoup mieux informés contraignant les institutions financières à plus de responsabilité dans la prise et la gestion des risques. Mais on a vu pourquoi il est douteux qu'on progresse beaucoup dans cette direction : incomplétude et asymétrie de l'information sont en effet irréductibles.

Comme toujours quand il est difficile d'agir sur les causes, on peut tenter de pallier les effets. Par exemple en renforçant les moyens d'assurance des plus vulnérables aux aléas macro-économiques issus des fluctuations inévitables de la finance de marché.