Les innovations financières s'inscrivent-elles dans un processus schumpeterien de destruction créatrice ?

Do Financial Innovations Fit Into the Scheme of the Schumpeterian Creative Destruction Process?

Faruk Ülgen

Édition électronique

URL : <https://journals.openedition.org/interventionseconomiques/1532>

DOI : [10.4000/interventionseconomiques.1532](https://doi.org/10.4000/interventionseconomiques.1532)

ISBN : 1710-7377

ISSN : 1710-7377

Éditeur

Association d'Économie Politique

Référence électronique

Faruk Ülgen, « Les innovations financières s'inscrivent-elles dans un processus schumpeterien de destruction créatrice ? », *Revue Interventions économiques* [En ligne], 46 | 2012, mis en ligne le 01 novembre 2012, consulté le 04 novembre 2022. URL : <http://journals.openedition.org/interventionseconomiques/1532> ; DOI : <https://doi.org/10.4000/interventionseconomiques.1532>

Ce document a été généré automatiquement le 4 novembre 2022.

Creative Commons - Attribution 4.0 International - CC BY 4.0

<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Les innovations financières s'inscrivent-elles dans un processus schumpeterien de destruction créatrice ?

Do Financial Innovations Fit Into the Scheme of the Schumpeterian Creative Destruction Process?

Faruk Ülgen

- 1 La relation entre les innovations financières, qui sont souvent associées à des marchés libéralisés et dérégulés, et la stabilité macroéconomique constitue une problématique économique lancinante. La crise financière de 2007/2008 a remis au-devant de la scène les interrogations sur le rôle positif de l'évolution des marchés financiers dans la stabilité économique.
- 2 Le présent travail pose la question de savoir si les innovations financières peuvent être pensées dans le cadre du processus schumpeterien de destruction créatrice. La première section souligne que, contrairement au modèle statique de concurrence néoclassique, le processus schumpeterien est un processus d'innovation-rivalité dans un environnement en évolution discontinue. L'analyse schumpeterienne de l'économie capitaliste est alors menée en termes d'une économie monétaire dans laquelle le système bancaire et financier, les *quartiers généraux* du système capitaliste, détermine la trajectoire d'évolution économique. Les innovations bancaires et financières jouent un rôle crucial sur la stabilité macroéconomique. La deuxième section développe la thèse selon laquelle, à l'opposé des effets, souvent jugés positifs, des innovations des entrepreneurs schumpeteriens sur la trajectoire de la croissance, les marchés financiers libéralisés génèrent une dynamique de déséquilibres cumulés. Les modifications institutionnelles sur ces marchés (déréglementation, ouverture des marchés, innovations financières) affectent structurellement le développement économique. Le développement spéculatif des marchés financiers conduit à une financiarisation macroéconomiquement désastreuse si bien que le processus de

destruction créatrice des innovations peut se transformer en une création destructrice. Dans ce cas, une relecture minskienne du processus schumpeterien d'évolution capitaliste montre la nécessité d'une redéfinition des mécanismes de régulation dans l'objectif de faire face aux crises monétaires et financières.

La dynamique capitaliste comme une dynamique monétaire

- 3 Une relecture de la dynamique schumpeterienne de l'économie capitaliste en termes monétaires peut s'avérer judicieuse en vue d'appréhender le rôle du système bancaire et financier dans la croissance économique. Dans cette optique, l'interprétation des innovations bancaires récentes au-delà des modèles classiques d'intermédiation financière, fondés sur l'hypothèse de marchés efficients, montre que l'évolution des marchés financiers contribue à l'accroissement des fragilités financières et remet en question les effets supposés positifs de la libéralisation financière et de la concurrence bancaire subséquente sur la stabilité macroéconomique.

L'économie monétaire schumpeterienne: le rôle de la banque et de la finance

- 4 La relation entre les innovations entrepreneuriales et l'évolution économique est l'un des aspects les plus développés de l'analyse schumpeterienne de l'économie capitaliste (Perroux, 1965, Tremblay, 2003, Hanusch et Pyka, 2007, Szirmai, Naudé et Goedhuys, 2011). Toutefois, une deuxième relation qui concerne les liens entre l'activité entrepreneuriale et le système de financement de l'économie, souvent implicite dans les travaux de Schumpeter, joue un rôle important dans l'évolution économique. En effet, Schumpeter (1935, 1963) établit une distinction explicite entre deux approches économiques alternatives : l'approche réelle avec monnaie comme voile, jouant le rôle d'un moyen technique d'intermédiaire, et l'approche monétaire dans laquelle la monnaie est la catégorie économique première pour penser une économie capitaliste. La préférence de Schumpeter va dans le sens de la deuxième approche puisque l'auteur de *Business Cycles* (1939) souligne que l'action économique ne peut pas être expliquée sans la prise en compte de la monnaie. La monnaie est introduite au cœur de la théorie si bien que la façon dont le système monétaire fonctionne devient le point de départ de toute analyse économique (Schumpeter, 1963). Les deux relations, dynamique entrepreneuriale et dynamique financière, se trouvent alors intimement liées entre elles puisque:

"capitalism is that form of private property economy in which innovations are carried out by means of borrowed money, which in general (...) implies credit creation" (1939, p. 223).

- 5 Dans cette perspective, l'économie entrepreneuriale est pensée comme une économie monétaire dans laquelle les agents prennent leurs décisions en termes monétaires. Ils réalisent leurs échanges en et par la monnaie qui devient de ce fait le *ticket d'entrée* sur le marché. Les marchés monétaires sont alors vus comme les quartiers généraux du système capitaliste (Schumpeter, 1935, p. 191). L'accès à la monnaie, c'est-à-dire la capacité des entrepreneurs à obtenir les moyens de financement nécessaires à la réalisation de leurs projets de production et/ou d'investissement, est le pouvoir de

commander et de déterminer un niveau d'activité économique donné¹. Par conséquent, le financement des entrepreneurs innovateurs se voit assigner une priorité logique dans le processus de développement économique :

"this is the only case in which lending and the ad hoc creation of means of payment are crucial elements of an economic process the model of which would be logically incomplete without them" (Schumpeter, 1939, p. 114).

- 6 Ce financement requis pour réaliser le projet de production et/ou d'investissement de l'entrepreneur schumpeterien est principalement obtenu auprès des banques. Schumpeter remarque que les agents peuvent devenir entrepreneurs seulement s'ils deviennent au préalable débiteurs des banques. La fonction essentielle du système de crédit est de rendre l'entrepreneur capable d'accéder aux moyens de production nécessaires à la réalisation de son projet et de pousser ainsi le système économique vers de nouveaux canaux d'évolution (Schumpeter, 1935, pp. 151-152). Il s'agit du « mécanisme de base du processus capitaliste » (Schumpeter, 2005, vol. II, p. 70). Selon les caractéristiques de son projet, l'entrepreneur établit un plan de financement. Lorsque ce dernier est satisfait par le système bancaire, l'entrepreneur détermine un niveau d'emploi effectif, ce qui correspond au motif de financement keynésien qui met en exergue le rôle fondamental des rapports de financement entre les entreprises et les banques (Bertocco, 2007).
- 7 Toutefois, le développement de cette approche nécessite de préciser le double rôle que joue le système bancaire dans le financement des activités productives. Comme les autres intermédiaires non bancaires, les banques font le lien entre les fonds disponibles à un moment donné et les besoins de financement des entrepreneurs. C'est la fonction d'intermédiation étudiée dans les modèles usuels. Mais, à la différence des intermédiaires financiers, les banques ont aussi la capacité de créer de la monnaie (dite de crédit) pour financer les projets des entrepreneurs innovateurs qui ne peuvent pas être satisfaits par le marché des fonds prêtables. C'est la fonction souvent mise en avant dans les modèles de monnaie endogène (Ülgen, 1995).
- 8 L'intuition schumpeterienne sur l'importance du système de financement dans les innovations et l'évolution économique a été reprise dans les travaux des années 1990 sur les liens entre le développement financier et le développement économique. Sans présenter une synthèse exhaustive de ces travaux (voir, par exemple, Levine, Loayza et Beck, 2000, et FitzGerald, 2006), il est possible d'en montrer la ligne directrice. Par exemple, Bencivenga et Smith (1991), utilisant un modèle d'équilibre général, soulignent les effets que l'intermédiation financière peut avoir sur le taux de croissance d'une économie en encourageant le déplacement de l'épargne des actifs liquides peu productifs vers des actifs illiquides, mais plus productifs. En effet, dans un environnement à risques idiosyncratiques, les intermédiaires spécialisés dans l'évaluation des risques sont supposés plus à même d'ajuster leur portefeuille d'investissements aux différentes caractéristiques des risques en permettant aux investisseurs individuels de prendre des positions financières et de contribuer au financement de l'économie en renforçant ainsi l'accumulation du capital. Il s'agit là des arguments bien connus en faveur de l'utilité des intermédiaires financiers dont l'existence permettrait une plus grande mobilisation des épargnes, une meilleure évaluation des projets à financer, une gestion plus efficace des risques, un contrôle plus adapté des gestionnaires des entreprises et une capacité à faciliter les transactions à travers les services financiers.

- 9 Cependant, dans ces modèles, les banques sont considérées quasi exclusivement comme des producteurs d'information et d'assureurs de liquidité si bien qu'il n'y a pas d'argument explicite pour étudier le système bancaire d'une façon distincte par rapport aux autres intermédiaires non bancaires. Les travaux sont implicitement ou explicitement fondés sur le traitement de la question de l'efficacité de l'utilisation des ressources (de financement) disponibles. La différence fondamentale entre ces modèles dont une grande partie se réclame de la tradition schumpeterienne (par exemple, King et Levine, 1993) et l'approche sous-jacente à l'analyse de Schumpeter est que l'intermédiation financière est seulement l'un des deux rôles joués par les banques. Le deuxième, le financement de l'économie par création de monnaie de crédit, est au moins aussi important que le premier surtout lorsqu'il s'agit d'étudier les innovations entrepreneuriales puisque Schumpeter critique la théorie classique de la banque en soulignant que : "the view which assumes the banks finance precisely not innovation but current commodity transactions, misses the salient point entirely" (1939, p. 109).
- 10 Habituellement, ce point n'est pas celui qui est principalement mis en avant dans les études schumpeteriennes. Le traitement standard de la vision schumpeterienne porte sur la destruction créatrice, le processus par lequel les innovations entrepreneuriales remplacent les structures établies par de nouvelles méthodes de production, de nouveaux produits/services ou de nouvelles formes d'organisation. Or, une part non négligeable de la théorie schumpeterienne concerne le système de crédit bancaire qui rend ou non possibles les innovations et donc le processus de destruction créatrice (Ülgen, 2007). Les banques créent du crédit en élargissant les moyens de financement de l'évolution économique. Contrairement aux autres intermédiaires, les banques émettent des montants importants de dette sous la forme de dépôts qui circulent dans l'ensemble de l'économie comme moyen de paiement général, comme monnaie. Les fondements de cette vision peuvent être remarqués dans la *Théorie de l'évolution économique* (notamment dans les chapitres 3 et 4) qui établit une distinction entre le circuit statique des modèles d'équilibre walrasien et une économie dynamique où l'accumulation est principalement fondée sur le financement par crédit bancaire des entrepreneurs innovateurs (Barrère, 1985, Tremblay, 2003)². Schumpeter a particulièrement développé cette approche dans un ouvrage publié *post mortem*, *Das Wesen des Geldes* (2005, vol. I, notamment chapitre 8), en considérant le crédit bancaire comme un élément essentiel dans les variations du produit final. Il précise aussi dans *History of Economic Analysis* que les flux de crédit affectent le fonctionnement du système monétaire à tel point qu'ils deviennent « une part essentielle sans laquelle le reste ne peut pas être compris » (Schumpeter, 1963, p. 318). La relation d'endettement-crédit bancaire est alors au cœur de la dynamique économique dans laquelle des dettes nouvelles circulent comme des moyens de paiement dont la contrepartie est donnée par des flux de profits anticipés.
- 11 Bien que Schumpeter n'ait pas longuement étudié les innovations bancaires et financières à côté des innovations entrepreneuriales, il est possible de prolonger son analyse monétaire en prenant en compte les stratégies d'innovation des banques. Dans ce cas, les banques sortent de leur rôle classique d'accompagnateurs des plans de production et acquièrent un rôle déterminant dans l'évolution du secteur réel. Le développement économique dépend dès lors non seulement des innovations des entrepreneurs schumpeteriens au sens strict du terme, mais aussi des stratégies propres des banques sur le marché monétaire qui donnent lieu à « une foule

d'opérations d'arbitrage et de manœuvres intermédiaires (...) » (Schumpeter, 1935, p. 191). Le lien entre le développement économique et le système de crédit est explicitement souligné puisque Schumpeter affirme que « Consentir du crédit en faveur des valeurs d'avenir, financer l'évolution, telle est la fonction principale du marché monétaire ou du capital. L'évolution crée le crédit et à son tour il vit de l'évolution » (1935, p. 191). Sur le plan analytique, le changement est de taille puisque l'on peut adopter maintenant une approche dans laquelle les banques deviennent des agents actifs en tant qu'intermédiaires financiers, mais aussi en tant que créateurs de la monnaie de crédit qui adoptent en permanence de nouvelles stratégies réactives ou proactives face à la concurrence sur les marchés et aux changements du cadre réglementaire. Par conséquent, les innovations bancaires et financières peuvent être pensées comme des changements qui placent l'économie sur un sentier d'évolution particulière non seulement comme un complément de la croissance, mais aussi comme un centre de profit autonome. Ces changements s'inscrivent dans un contexte institutionnel particulier qui est aujourd'hui celui du libéralisme financier.

Libéralisme financier, efficience des marchés et innovations

- 12 Dans l'observation sur les innovations, on peut remarquer deux aspects de la concurrence entre les établissements bancaires et financiers. Le premier porte sur l'accompagnement des innovations entrepreneuriales par le système financier qui correspond à la destruction créatrice Schumpétérienne. Le deuxième concerne la transformation des modalités de financement des activités productives par les firmes financières. En confondant ces deux aspects, différents travaux établissent une relation positive entre la concurrence sur le marché financier et les innovations, ce qui rendrait le fonctionnement du système bancaire plus efficace. En effet, le développement financier est souvent considéré dans le cadre des politiques d'ouverture des systèmes bancaires à la concurrence. Il est admis que la libéralisation financière amène à une plus grande stabilité et croissance macroéconomique, du moins à long terme (The Joint Forum, 2004, Kaminsky et Schmukler, 2003). Alan Greenspan (2000) supposait que l'un des résultats des innovations récentes a été l'accélération remarquable du processus schumpétérien de destruction créatrice à travers le mouvement continu dans lequel les nouvelles technologies remplacent les anciennes. Habituellement, l'innovation financière est supposée déplacer les risques vers les agents capables de les détenir et fournir à ceux qui ont une capacité limitée la possibilité d'accéder à des couvertures appropriées, réduisant ainsi les coûts de financement des activités d'innovation productive.
- 13 Dans cette optique, les mécanismes de marchés libres se substituent de plus en plus aux interventions des autorités publiques, ce qui modifie radicalement les repères des comportements des intervenants sur les marchés. Les acteurs privés sont alors directement ou indirectement incités à élargir les possibilités de leurs interventions dans l'économie à travers de nombreuses innovations en produits et processus financiers. Interprétant cette évolution, le paradigme sous-jacent, qui est fondé sur l'hypothèse des marchés efficients³, considère que les mécanismes de marché fournissent ainsi les modalités les plus efficaces de financement des activités. Les marchés libéralisés devant générer plus de concurrence entre les établissements, ces derniers devraient procéder à des innovations qui amélioreraient les conditions de financement de l'économie réelle.

- 14 L'adoption d'une telle vision a eu des effets remarquables sur les politiques monétaires et financières suivies dans les économies de marché⁴ qui se sont de plus en plus financiarisées au travers de nombreuses innovations financières, remarquables notamment dans les modalités de titrisation et de marchandisation des différents actifs et engagements à l'aide de multiples produits-véhicules. Le développement des marchés de produits dérivés à travers les innovations sur les futures et options facilitent la couverture de différents risques. Celui des marchés de swaps de change et des techniques de financement hors bilan bancaire accroissent l'élasticité de la finance en augmentant la souplesse et l'ampleur des opérations de placement/financement à partir de montants de capital immobilisé de plus en plus réduits. Ces produits sont aussi caractérisés par un effet de levier important et génèrent des gains (ou des pertes) plus élevés que les instruments financiers classiques. À partir de la deuxième moitié des années 1990, cela a aussi permis de développer les moyens de financement d'une dette publique croissante et de couverture des positions pour les opérateurs privés de marché.
- 15 Pour ne considérer que la période récente aux États-Unis, le développement spectaculaire du marché secondaire des prêts hypothécaires et la diversification subséquente des sources de financement pour les établissements de dépôt et autres initiateurs de prêt hypothécaire ont été accompagnés par la présence des entreprises « sponsorisées » par le gouvernement, comme Fannie Mae et Freddie Mac. Ces établissements ont joué dans la promotion des titres adossés aux actifs et contribué au transfert du risque de crédit des initiateurs à fort effet de levier (banques et caisses d'épargne) vers les sociétés d'assurance et les fonds de pension et fonds mutuels à plus faible effet de levier. Elles ont ainsi servi à la promotion d'un canal régulier de transfert entre le crédit immobilier et les marchés de capitaux. Ces entreprises investissaient aussi dans des créances comme les papiers commerciaux en vue de supporter leur niveau de liquidité si bien que les différents types de titres devenaient indirectement des soutiens des marchés hypothécaires et repoussaient la limite des portefeuilles de créances de ces agences⁵. L'apparition des véhicules financiers (des formes exotiques de financement des prêts hypothécaires à taux variable) a augmenté les moyens des ménages, mais aussi des financeurs à nourrir les marchés.
- 16 Par ailleurs, le développement de la titrisation adossée aux actifs (*structured investment vehicles*, SIV) a été rendu possible par une innovation provenant de l'application du principe de « initier puis partager » les risques et leur couverture. Les banques entrent dans un financement classique avec prise de risque directe, mais transfèrent ensuite cet engagement aux tiers en le transformant en titres négociables sur le marché financier. Par l'intermédiaire des sociétés spécifiques créées dans cet objectif (fonds communs de créance ou de titrisation qui se financent par des émissions de titres négociables adossés aux actifs), les banques sortent ces engagements de leur bilan sans que ce transfert de risque ne les décharge de toute responsabilité sur la suite des évolutions. Car l'émission des titres reste liée aux garanties de liquidité fournies par les banques sur les produits structurés dont elles ont initié le montage. Ceci est une condition de l'acceptabilité de ces produits sur les marchés. La souplesse requiert alors en même temps davantage d'engagements exposés indirectement aux risques globaux et l'apparente désintermédiation des marchés renforce au contraire l'implication des banques dans les opérations de financement tant du côté des investissements

productifs qu'en ce qui concerne les crédits à la consommation des biens durables et non durables.

- 17 Sous l'effet de la concurrence, le montant des engagements augmente en accroissant les risques assumés par les banques en contrepartie desquels des revenus importants sont anticipés. Avec l'augmentation de la vitesse des opérations et du transfert des données sur les marchés, les possibilités d'achat et de vente des engagements sont démultipliées et affectent rapidement les conditions dans lesquelles la poursuite des activités de production peut être envisageable ou non. Il n'est dès lors pas évident d'affirmer que les innovations bancaires et financières puissent être traitées au même titre que les innovations entrepreneuriales Schumpétériennes même si l'analogie en est tentante.
- 18 Lorsque les banques peuvent innover, elles deviennent capables de capter une plus grande part du marché et d'éliminer leurs concurrents. Mais une telle situation ne va pas améliorer trivialement la croissance du bien-être de l'économie puisqu'il n'existe pas de mécanisme de concurrence sur les marchés financiers qui pousserait les banques à adopter des comportements efficaces sur le plan macroéconomique. Dans cette perspective, on peut distinguer deux types d'activités bancaires (Burlamaqui et Kregel, 2005) :
 - la banque d'affaires qui est fondée sur des relations confidentielles et suivies avec les clients en accompagnant dans le temps les projets productifs et
 - la banque de transactions qui vise davantage à exploiter les différences de rémunération entre les actifs financiers (opportunités d'arbitrage à court terme) en fonction de leurs caractéristiques distinctes sur lesquelles les banques interviennent alors dans un objectif principalement spéculatif.
- 19 Ce deuxième type d'activité, qui prévaut depuis les années 1990 de par le monde et qui nourrit la concurrence entre les banques, encourage les établissements à poursuivre des innovations financières qui les rendent capables de créer et/ou d'exploiter de nouvelles opportunités. Toutefois, une concurrence exacerbée n'est pas synonyme d'efficacité puisqu'elle peut pousser les banques à prendre des risques excessifs par peur de perdre leur part de marché, mais aussi les opportunités immédiates qui se présentent sur les marchés (Hellmann, Murdock et Stiglitz, 2000). De surcroît, de par leur nature principalement spéculative (et donc très sensible aux phénomènes et retournements quotidiens) et techniquement compliquée, les innovations financières tendent à réduire la transparence sur les risques tant individuels que systémiques en réduisant la capacité des agents à comprendre la portée de ces risques. Par conséquent, l'apport positif et stabilisateur de la concurrence et des innovations bancaires dans un environnement libéralisé devient sujet à caution.

De Schumpeter à Minsky : innovations financières et instabilité endogène

- 20 Alors que les innovations entrepreneuriales sont supposés constituer l'une des principales sources de croissance économique et que la concurrence est vue comme une incitation à innover, Schumpeter (1947) précise que la concurrence parfaite des manuels⁶ contredit l'intuition que l'on pourrait avoir sur le rôle des incitations à innover. La même objection peut être considérée en ce qui concerne le secteur financier. En effet, Hyman Minsky, qui a préparé la plus grande partie de sa thèse de

doctorat sous la direction de Schumpeter, identifie la question de l'évolution des systèmes financiers – envisagé sous l'angle de financement des activités productives – comme le problème schumpeterien de première importance dans une économie monétaire de marché. Lorsque l'orientation des innovations financières porte sur des stratégies de rentabilité spéculative, la fragilité financière s'en trouve accrue d'une façon endogène, au sens minskien du terme, et traduit l'incapacité des schémas de régulation microprudentielle à satisfaire aux hypothèses des marchés efficients. La stabilité macroéconomique fait alors appel à une redéfinition des mécanismes de régulation.

Innovations financières et la finance imprudente

- 21 Les innovations bancaires et financières apparaissent sous la pression de deux phénomènes :
 - Les contraintes réglementaires qui, lorsqu'elles sont resserrées, poussent les banques à imaginer de nouvelles modalités d'exercice afin d'échapper aux nouvelles normes (Kane, 1988). Cette dynamique de régulation a déterminé grandement les comportements bancaires dans les années 1960-70;
 - Les pressions concurrentielles nouvelles qui incitent les banques à innover dans l'objectif d'augmenter leurs avantages concurrentiels lorsque les contraintes réglementaires sont relâchées par un retrait des mécanismes de régulation centralisée. C'est le cas de la libéralisation financière qui domine depuis les années 1980.
- 22 Dans un environnement institutionnel donné, les stratégies bancaires répondent à ces deux phénomènes. Depuis la fin des années 1970, les modifications dans l'environnement institutionnel (politiques de déréglementation, suppression des barrières technologiques) observées dans de nombreuses économies ont permis la multiplication de nouveaux instruments et pratiques et l'émergence de nouveaux marchés non régulés. Cette évolution implique généralement deux pressions spéculatives : la pression provenant des anticipations sur les opportunités proches et celle qui est sous la contrainte concurrentielle. Toutes les deux contribuent à renforcer les transactions spéculatives à court terme et à haut risque dans l'économie et alimentent la vulnérabilité financière (Arestis, 2005). Ces comportements innovants visent à améliorer les positions stratégiques des établissements bancaires et peuvent devenir indépendants des relations de production.
- 23 En effet, les innovations financières ne sont pas nécessairement liées à la création de nouvelles valeurs productives. Elles sont attachées, avant tout, au désir d'accroître la vitesse et le champ des rendements spéculatifs à partir des opérations profitables à court terme. Elles sont dominées par différents types de techniques et produits qui permettent aux agents d'avoir une vue positive sur l'économie sans que les déséquilibres macroéconomiques ne soient assainis⁷. Plusieurs innovations, d'apparence simplement technique, modifient la nature des opérations de financement dont l'horizon semble se réduire de plus en plus. Les systèmes financiers entrent alors dans une ère dominée par des *marchands de dettes* (Minsky, 1992b) ou des *money managers* (Whalen, 2009) qui gèrent des montants colossaux de dettes en jouant sur les différentes caractéristiques de leurs actifs et passifs. Dans cette orientation, les innovations concernant le transfert des risques permettent aux investisseurs et intermédiaires de transformer les risques de prix ou de crédit en des positions

financières en vue de réduire les risques individuels nouvellement générés. Un exemple fréquemment rencontré en est l'utilisation des lettres de crédit « stand-by » qui augmente la négociabilité et le prix de marché des instruments de dette émis par les agents non bancaires. Les banques assument le risque de défaut au nom des émetteurs de dette et reçoivent une commission pour cet engagement sans que cela les oblige à augmenter leur capital requis. Cette activité d'engagement contingent, qui génère des revenus, reste hors bilan et donc non incluse dans le bilan conventionnel des banques.

- 24 Dans l'extension de ce type de stratégie, grâce à des modèles internes de *Value-at-Risk*, les banques sont en mesure de réduire le besoin de détenir des capitaux importants pour s'engager dans des opérations financières d'envergure⁸. Sous l'hypothèse d'une distribution optimale des risques, leur gestion est effectuée sur la base des portefeuilles des établissements individuels. Les opérateurs de marché et les autorités de régulation pensent alors que le système financier est désormais exempt de tout risque systémique. Un processus d'autovalidation est dès lors permis par les anticipations rassurantes qui découlent des profits croissants et qui alimentent la disposition des banques et des investisseurs à accepter des structures de passif de plus en plus fragiles et à financer des opérations d'acquisitions en biens capitaux et en actifs immobiliers. Les conditions d'offre moins vigilantes permettent de financer ces acquisitions par de nouvelles émissions de dette en accroissant le risque de l'emprunteur. Cette évolution financière, étudiée avec précision par Minsky (1984, 1992a), a débuté dans les années 1980 lorsque le mouvement des opérations de financement d'acquisition par emprunt (*leveraged buy-outs*, LBO) a renforcé la croissance des firmes à fort effet de levier. L'expansion ainsi installée a commencé à générer des périodes d'euphorie spéculative en nourrissant des transformations fragiles de portefeuilles des agents avec des niveaux de liquidité de plus en plus réduits. L'une des conséquences remarquables de ces innovations a été de créer des liens directs et très forts entre deux catégories d'opérations bancaires : le financement des entreprises et le financement des ménages. Ceci a mécaniquement accru les interdépendances entre plusieurs compartiments de marché et renforcé leur sensibilité les uns vis-à-vis des autres. En effet, il existe de forts liens entre le marché hypothécaire et le marché des prêts d'acquisition. Les forts ratios d'endettement des emprunteurs institutionnels réduisent les standards de crédit. De même, les prêts à amortissement négatif permettent d'alimenter les modèles de « initier et distribuer » alors que l'évaluation de tels prêts est en dessous de ce que l'état des fondamentaux aurait pu justifier.
- 25 Comme supposé dans les modèles de marchés efficients, sur le plan allocatif la dynamique d'innovation du capitalisme financier élargit le champ et la portée des opérations de transformation des prêts hypothécaires non commerciaux peu liquides en des actifs liquides à travers la titrisation. Mais ceci provoque en même temps l'expansion des marchés à des emprunteurs peu solvables puisque ces prêts permettent d'engager aisément les emprunteurs dans des opérations d'acquisition (par exemple, immobilière) sous des contraintes de remboursement relativement souples. Les banques initient les nouveaux produits en créant les titres financiers qui structurent les crédits préalablement octroyés. Elles interviennent aussi comme des banques d'investissement en créant des titres et en les présentant comme des moyens (*véhicules*) sûrs d'investissements pour leurs clients, car elles se positionnent comme des garants des titres émis. De cette façon, elles diversifient les prêts hypothécaires en les transformant en titres adossés aux actifs immobiliers. Ces titres, souvent bien notés par les agences de notation, sont revendus aux fonds d'investissement qui les utilisent en

garantie pour des prêts à fort effet de levier, utilisés à leur tour pour l'achat de contrats hypothécaires additionnels. Deux phénomènes en découlent alors. D'une part, un phénomène d'automultiplication puisque ces produits sont employés afin de générer d'autres titres « conduits ». D'autre part, un phénomène d'interdépendances entre différents produits et processus et entre différents acteurs du marché puisque les « conduits » sont connectés aux émissions des papiers commerciaux adossés aux actifs de court terme. L'avantage ambigu de ce processus est qu'il réduit les limites de l'initiative bancaire à créer des crédits puisque les banques n'ont pas besoin d'immobiliser leur capital dans ces opérations. Toutefois, il contient les germes d'instabilités financières supplémentaires face à des retournements soudains dans la demande ou des taux d'intérêt :

“A need by holders of securities who are committed to protect the market value of their assets (such as mutual or money market funds, or trustees for pension funds) may mean that a rise in interest rates will lead to a need by holders to make position by selling position, which can lead to a drastic fall in the price of the securities” (Minsky, 2008a, p. 3).

- 26 Le processus brièvement décrit ainsi engage des anticipations sur un futur incertain et son évolution dépend des comportements microéconomiques potentiellement frileux et peu ordonnés. Lorsque les anticipations se détériorent sur les valeurs de marché des titres sous-jacents, le défaut de l'emprunteur (dans le cas présent, celui des ménages) augmente, les actifs sous-jacents (les propriétés immobilières et les titres hypothécaires) ne trouvent plus d'acheteurs alors que les investisseurs cherchent massivement à sortir de leurs positions et les actifs se déprécient, à la manière de la finance imprudente et de l'excès spéculatif de la deuxième vague des cycles d'affaires schumpeteriens (Leathers et Raines, 2004). Cette deuxième vague correspond aux fluctuations macroéconomiques à la suite des premières vagues générées par les activités innovantes des entrepreneurs (Schumpeter, 1935). Ce schéma décrit le processus de fragilisation financière à partir d'une période de croissance euphorique dans le secteur réel et constitue aussi la référence de l'évolution des marchés vers la finance Ponzi dans l'analyse minskienne (Ülgen, 2010). Toutefois, il convient de remarquer que la pseudocroissance d'avant la crise de 2007/08 ne provient pas de la croissance productive du secteur réel (sauf pour le secteur immobilier). Au contraire, l'évolution du système financier est fondée sur un nouveau régime d'accumulation dépendant de la profitabilité de la dette indépendamment de l'état de l'emploi et du niveau des revenus des ménages. Grâce à un environnement institutionnel encourageant, le développement des activités spéculatives génèrent des profits élevés et crée l'illusion euphorique d'une ère de croissance durable. Les intervenants, souvent peu regardants sur la solvabilité à terme des engagements, se portent volontiers preneurs de nouveaux contrats en visant l'obtention de gains supplémentaires étant données les opportunités observées. Cette situation débouche tôt ou tard sur une perte de valeur des actifs, loin de l'optimisme de la première vague. Alors :

“Part of the debt structure will crumble. (...) Freezing of credits, shrinkage of deposits, and all the rest follow in due course” (Schumpeter, 1939, p. 148).

- 27 Interprété ainsi, ce cycle évolue à travers les phases particulières de prospérité spéculative → récession → dépression → rétablissement forcé (Schumpeter, 1935, pp. 339-347). De surcroît, comme Schumpeter aussi le remarque, dans la phase de rétablissement, il n'existe pas de forces automatiques de restauration des équilibres économiques. Cette interprétation est cohérente avec la dynamique capitaliste dans

laquelle les changements sont supposés apparaître d'une façon discontinue et ne pas suivre un ordre linéaire de croissance régulière (Schumpeter, 1935, pp. 313-325). En effet, Schumpeter souligne que, partis du problème de crises, nous arrivons à un autre problème fondamental de la prospérité et de la dépression : « Pourquoi la marche de l'évolution ne se produit-elle pas continuellement, mais par à-coups ? » (1935, p. 324). La réponse de Schumpeter est liée au fait que l'exécution de nouvelles combinaisons n'est pas également répartie dans le temps (ibid.). L'évolution économique suit une dynamique qui n'est pas celle du circuit d'équilibre (Barrère, 1985).

- 28 Appliquée à l'évolution des marchés financiers modernes, cette lecture schumpeterienne révèle un antagonisme endogène à l'économie capitaliste. Les innovations bancaires et financières, qui semblent accroître la fluidité des opérations de financement par les marchés, permettent aux intervenants financiers d'augmenter leur capacité d'arbitrage réglementaire en se positionnant sur des opérations hors bilan. Elles augmentent bien l'efficacité des activités financières en termes de rendements élevés à court terme, du moins durant la période précédant la crise. Mais, au lieu d'augmenter l'efficacité de la diversification des risques, elles ne font que déplacer les risques vers des investisseurs spéculatifs sans que cela soit accompagné par des mécanismes de régulation systémique. Une telle évolution marque un tournant dans l'analyse des effets macroéconomiques des innovations financières sur l'économie en générant un processus de création destructrice plus qu'une évolution en termes de destruction créatrice schumpeterienne.

La création destructrice : faillite de l'autorégulation microprudentielle?

- 29 Le « développement » des marchés financiers, depuis les années 1970-80, a été encouragé par la conviction que les marchés libres pouvaient fonctionner à l'équilibre sans intervention forte de la part des autorités. Le Comité de Bâle proposait en 1999 que les banques utilisent leurs modèles internes de risque de crédit dans l'objectif de déterminer les ratios prudentiels adéquats. À partir de 2004, le Comité recommande explicitement l'utilisation des systèmes de notation interne par les établissements (*Internal Rating Based*, IRB), et des systèmes d'évaluation externe par des sociétés de conseil et de notation. Les banques peuvent dès lors fixer elles-mêmes les pondérations des risques sous la contrainte d'exposer publiquement leur mode de calcul et d'être évaluées par des agences de notation qui interviennent souvent aussi comme des conseillers techniques dans la création et la commercialisation de nouveaux produits/processus financiers sur les marchés⁹.
- 30 Pour permettre une plus grande « marchandisation » des modalités de régulation microprudentielle, la *Commodity Futures Modernization Act* de 2000 aux États-Unis a exclu, sous certaines conditions, le marché des produits dérivés du champ de la surveillance réglementaire. Les autorités ont clairement affirmé que les établissements ainsi libérés des contraintes macroprudentielles pourraient développer une diversification efficace contre les risques et réduire ainsi les coûts d'accès au marché des capitaux (Quinn, 2009). Or, il convient de remarquer qu'alors que la régulation est fondée sur le principe d'une séparation entre régulateurs et régulés, l'autorégulation admet la coïncidence entre les deux et privilégie davantage la protection des intérêts des établissements sur le plan individuel. De ce fait, elle sort du cadre de la stabilité systémique (absence de

vision macroéconomique à long terme) et ne considère pas les interdépendances (de nature macroéconomique) entre les acteurs privés. Par conséquent, les systèmes d'autorégulation, fondés sur une évaluation individuelle, ne comprennent pas de mécanisme de régulation macroéconomique systémique.

- 31 Ces constatations ne sont pas une découverte puisqu'elles ont déjà été remarquées par de nombreuses institutions tant nationales qu'internationales qui ont elles-mêmes contribué à la mise en place et au suivi des programmes de libéralisation financière (Ülgen, 2011a). Ainsi, la Banque centrale de Belgique (National Bank of Belgium, 2005) déclarait que bien que les instruments financiers structurés contribuent à l'amélioration des marchés par une plus grande dispersion des risques, ils engendrent aussi certaines interrogations sur la stabilité financière renvoyée aux bons soins des mécanismes d'auto-évaluation des marchés. De même, le Fonds monétaire international (International Monetary Fund, 2005) soulignait que la mise en place d'une régulation microprudentielle n'était pas suffisante et qu'une régulation appropriée devrait être développée à travers une approche macroprudentielle en vue de freiner les phénomènes procycliques et de limiter les effets systémiques des institutions financières (dont les banques).
- 32 En effet, les marchés, largement libérés des contraintes autoritaires, fonctionnent sur le développement de bulles attractives qui sont établies sur des gains spéculatifs croissants en renforçant l'optimisme des acteurs sur la poursuite des opportunités présentes. Ainsi, après la chute de l'euphorie adossée aux nouvelles technologies dans les années 1990, une nouvelle source de spéculation a gonflé la nouvelle bulle hypothécaire. Certaines caractéristiques des marchés financiers, observées par Schumpeter dans son analyse de la crise de 1929 en termes de comportements grégaires des intervenants du marché (1939, p. 683), ont alimenté cet enthousiasme dans les années 2000. Les instruments sophistiqués, diversifiés et interdépendants se sont répandus dans l'ensemble des économies avancées et ont dominé les marchés à la fois financiers et réels. Comme la gestion du risque par les intervenants reste souvent sous la domination des comportements mimétiques (Orléan, 2009), les opérateurs suivent des tendances semblables sans distinguer entre les risques croissants et l'état du secteur productif à long terme. La préférence pour la liquidité dominant les comportements opportunistes, des retournements soudains sur certains marchés se présentent alors comme les signes avant-coureurs d'une panique proche et poussent les agents à remettre en question leur optimisme.
- 33 Face à de tels retournements, Schumpeter (1939, p. 660) pense que le capitalisme est incapable de se contrôler et de se protéger tout seul et que c'est cette incapacité qui produit les crises comme phénomènes distincts des simples dépressions. Dans cette perspective, Minsky (1984) affirme que l'un des aspects représentatifs du capitalisme est son caractère instable de fonctionner contre les règles de la finance et de l'investissement prudents. Cette vision sur la nature du capitalisme appelle pour une organisation volontariste de l'économie en vue de stabiliser la dynamique de déséquilibre endogène. Lorsque les agents cherchent à se protéger contre les situations de panique en sortant des marchés, une intervention publique se présente comme la seule issue pour rétablir la viabilité du système entier :

"When things look black and people expect nothing but losses from any commitment they may contemplate, then of course they will refuse to invest their current savings (...) or they will defer investment in order to profit by further reductions in prices. At the same time, savings will be not only not reduced but

increased by all those who expect impending losses of income, in their business or through unemployment. This is an important element in the mechanism of depression and public spending is indeed one of the most obvious means for breaking such vicious spirals" (Schumpeter, 1947, p. 395).

- 34 Schumpeter critique la politique de réduction de crédit que les banques entreprennent « sans regarder plus loin et sans système » qui consiste « à générer un mal en laissant leurs conséquences aiguës suivre leur cours » (1935, p. 360). En réponse à une situation de dépression, un phénomène endogène à l'évolution capitaliste, il souligne qu'une politique économique adéquate serait celle qui

« aurait à distinguer dans la masse des entreprises menacées par une dépression particulière celles que l'essor a rejetées du point de vue technique ou commercial, et celles qui semblent menacées par des circonstances secondaires, des répercussions, des accidents; il faudrait abandonner les premières à elles-mêmes et soutenir par un octroi de crédit les dernières » (1935, p. 361).

- 35 Cette organisation volontariste dans le domaine financier peut être pensée dans les termes minskiens d'instabilité financière endogène. Dans une perspective schumpeterienne, Minsky met l'accent sur le développement du capital qui est entendu comme la conception de la finance selon les objectifs d'une évolution économique stable. Dès lors, l'une des deux hypothèses qu'il avance (1992b, p. 8) est qu'il convient d'élaborer un système de régulation afin de maintenir (ou de guider) la trajectoire d'évolution économique vers un sentier plus raisonnable. Or, les interventions des autorités au lendemain du déclenchement de la crise financière de 2007/08 ont principalement consisté à secourir les établissements faillis et non à penser les termes d'une restructuration des systèmes financiers. Dans la logique minskienne d'instabilité endogène, la stabilité macroéconomique est dépendante d'un système de supervision plus rigoureuse et plus étroite des marchés financiers. Le « tout libéralisme » devrait être abandonné en faveur des schémas de régulation plus cohérents avec les caractéristiques des économies monétaires modernes. Dans cet objectif, il apparaît que :

"For the viability of economic relations, we have to imagine a good financial society in which the tendency by business and banks to engage in speculative finance is constrained" (Minsky, 1984, p. 69).

- 36 Nombreux sont les auteurs, comme Peukert (2010), qui pensent que les réformes nécessaires à l'assainissement structurel des marchés financiers ne sont pas réalisables en raison de l'enfermement du secteur public et des habitudes de pensée idéologiques et scientifiques dans les modèles libéraux. Cependant, on peut espérer que la nécessité d'une nouvelle régulation sera entendue à mesure que les effets de la crise actuelle se propagent et se prolongent à travers de fortes interdépendances internationales. Minsky remarque que bien que l'économie capitaliste soit une économie qui génère de l'instabilité en permanence, il est possible de la stabiliser au travers des politiques économiques appropriées :

"The major flaw of our type of economy is that it is unstable. (...) Instability is due to the internal process of our type of economy. The dynamics of a capitalist economy which has complex, sophisticated, and evolving financial structures leads to the development of conditions conducive to incoherence (...). But incoherence need not be fully realized because institutions and policy can contain the thrust to instability. We can, so to speak, stabilize instability" (2008b, p. 11).

- 37 Des travaux d'horizons divers (Brunnermeier et al. 2009, Griffith-Jones, Ocampo et Stiglitz, 2010, Hanson, Kashyap et Stein, 2011, pour ne citer qu'eux) questionnent les mécanismes de régulation financière qui ont alimenté et/ou permis la crise actuelle et

soulignent le bien-fondé d'adopter une approche macroprudentielle lorsqu'il s'agit de penser la stabilité systémique. Comme la stabilité financière ne semble pas pouvoir être assurée par le fonctionnement libéralisé des marchés financiers et par les innovations à visée spéculative qui s'y développent, des systèmes de régulation macroprudentielle sont requis afin de réduire le pouvoir de la finance imprudente et spéculative. C'est dans ce sens que Schumpeter (1939, p. 987) remarque que le rétablissement de l'après-crise de 1929-33 a pu être possible grâce à la loi bancaire de 1933 aux États-Unis qui a introduit d'importantes réformes, et que Minsky explique (1984, 1992a, 2008b) le rôle de la Réserve Fédérale et l'accroissement de l'importance du gouvernement (*the big government*) dans les années 1930 et 1975 aux États-Unis.

- 38 Il semble cependant que ni les conclusions de Hyman P. Minsky ni celles de son directeur de thèse, Joseph A. Schumpeter, ne sont suffisamment bien interprétées par les économistes et les décideurs publics de notre ère. Le vœu que Schumpeter avait formulé il y a un siècle dans la préface de la première édition de la *Théorie de l'évolution économique* reste toujours à réaliser :

« Les faits et les arguments que j'expose, après un travail consciencieux et avec une connaissance très précise de l'état actuel de notre discipline, ne peuvent être indifférents à la théorie économique. Au surplus je ne forme qu'un vœu : voir ce travail dépassé et oublié le plus tôt possible » (1935, p. viii).

Conclusion

- 39 L'interprétation de la dynamique schumpeterienne de l'économie capitaliste en termes d'une économie monétaire permet de faire ressortir l'importance du système bancaire et financier dans l'évolution économique. Mais au-delà des schémas classiques d'intermédiation financière, fondés sur l'hypothèse de marchés efficients, cet article attribue aux banques un rôle actif et montre que les innovations financières jouent un rôle crucial sur la stabilité macroéconomique en modifiant structurellement les modalités et objectifs de financement de l'économie. La relation entre la concurrence et l'innovation financières, dans un environnement libéralisé, ne mène pas trivialement au processus schumpeterien de destruction créatrice qui améliorerait l'efficacité financière.
- 40 À la différence des innovations des entrepreneurs schumpeteriens, les marchés financiers libéralisés provoquent souvent la montée d'une financiarisation spéculative qui génère des déséquilibres cumulés débouchant sur des crises monétaires et financières. Cette dynamique peut être développée en termes de la deuxième vague des cycles schumpeteriens et de l'hypothèse d'instabilité financière de Minsky. Le processus de destruction créatrice des innovations peut alors se transformer en une création destructrice.
- 41 Lorsque l'orientation des innovations bancaires et financières porte sur des stratégies court-termistes de rentabilité spéculative, la fragilité financière s'en trouve accrue d'une façon endogène, au sens minskien du terme, et traduit l'incapacité des schémas de (auto) régulation microprudentielle à satisfaire aux hypothèses des marchés efficients. La stabilité macroéconomique fait alors appel à une redéfinition des mécanismes de régulation qui doivent davantage viser la consolidation systémique des règles et modalités de fonctionnement de la finance dans la dynamique d'évolution de l'économie capitaliste.

Remerciements

Je remercie les deux rapporteurs anonymes de la revue qui m'ont permis d'améliorer sensiblement une première version de cet article tant dans sa forme que dans ses développements analytiques. Je reste néanmoins responsable des erreurs, omissions et insuffisances qui subsisteraient encore.

BIBLIOGRAPHIE

- Arestis, Philip (2005). Financial liberalisation and the relationship between finance and growth, *CEPP Working Paper N°05/05*, June.
- Barrère, Alain (1985). Économie réelle et économie monétaire. Keynes et Schumpeter ou l'hétérodoxie des fondements analytiques, *Cahiers d'économie politique*, N° 10-11, pp. 91-113.
- Bencivenga, Valerie R. et Bruce D. Smith (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth, *Review of Economic Studies*, 58, pp. 195-209.
- Bertocco, Giancarlo (2007). The characteristics of a monetary economy: a Keynes-Schumpeter approach, *Cambridge Journal of Economics*, 31(1), pp. 101-122.
- Brunnermeier, Markus, Andrew Crocket, Charles Goodhart, Avinash D. Persaud et Hyun Shin (2009). *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, ICMB-CEPR, Preliminary Conference Draft, 11, Geneva.
- Burlamaqui, Leonardo et Jan Kregel (2005). Innovation, Competition and Financial Vulnerability in Economic Development, *Brazilian Journal of Political Economy*, 25(2), pp. 5-22.
- Fama, Eugene F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work, *The Journal of Finance*, 25(2), pp. 383-417.
- FitzGerald, Valpy (2006). Financial development and economic growth: a critical view, *Background paper for World Economic and Social Survey*, http://www.un.org/en/development/desa/policy/wess/wess_bg_papers/bp_wess2006_fitzgerald.pdf.
- Greenspan, Alan (2000). *Structural change in the new economy*, Remarks by Chairman Alan Greenspan before the National Governors' Association, Federal Reserve Board 92nd Annual Meeting, State College, Pennsylvania, July 11.
- Griffith-Jones, Stephany, José Antonio Ocampo et Joseph E. Stiglitz (eds.) (2010). *Time for a Visible Hand. Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Oxford University Press, 358 pages.
- Hanson, Samuel G., Anil K. Kashyap et Jeremy C. Stein (2011). A Macroprudential Approach to Financial Regulation, *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), pp. 3-28.
- Hanusch, Horst et Andreas Pyka (eds.) (2007). *Elgar Companion to Neo-Schumpeterian Economics*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, 1209 pages.
- Hellman, Thomas F., Kevin Murdock et Joseph Stiglitz (2000). Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough? *American Economic Review*, 90(1), pp. 147-65.

- International Monetary Fund (2005), *Global Financial Stability Report*, September.
- Kaminsky, Graciela Laura et Sergio L. Schmukler (2003). Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization, *NBER Working Paper No. 9787*, June.
- Kane, Edward J. (1988). Interaction of financial and regulatory innovation, *American Economic Review*, 78(2), pp. 328-334.
- King, Robert G. et Ross Levine (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right, *Quarterly Journal of Economics*, 108, pp. 717-737.
- Leathers, Charles G. et J. Patrick Raines (2004). The Schumpeterian role of financial innovations in the New Economy's business cycle, *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), pp. 667-681.
- Levine, Ross, Norman Loayza et Thorsten Beck (2000). Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes, *Journal of Monetary Economics*, 46(1), pp. 31-77.
- Minsky, Hyman P. (1984). *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, N. Y: M. E. Sharpe, Inc., 301 pages.
- Minsky, Hyman P. (1992a). The Capital Development of the Economy and the Structure of Financial Institutions, *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper N° 72*.
- Minsky, Hyman Paul (1992b). The Financial Instability Hypothesis, *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper N° 74*.
- Minsky, Hyman P. (2008a). Securitization, *Policy Note 2008/2*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Minsky, Hyman P. (2008b). *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill: New York, 395 pages.
- National Bank of Belgium (2005). *Financial Stability Review*.
- Orléan, André (2009). *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, Cepremap, Editions ENS Rue d'Ulm : Paris, 111 pages.
- Perroux, François (1965). *La pensée économique de Joseph Schumpeter. Les dynamiques du capitalisme*, Genève, Librairie Droz, 258 pages.
- Peukert, Helge (2010). The Financial Crisis: Origins and Remedies in a Critical Institutional Perspective, *Journal of Economic Issues*, 44(3), pp. 830-838.
- Quinn, Brian JM. (2009). The Failure of Private Ordering and the Financial Crisis of 2008, *Boston College Law School Faculty Papers*, Paper 241.
- Schumpeter, Joseph A. (1935). *Théorie de l'évolution économique*, Traduction sur la deuxième édition, Paris, Librairie Dalloz, 371 pages.
- Schumpeter, Joseph A. (1939). *Business cycles*, McGraw-Hill Book Company, Inc., 1095 pages.
- Schumpeter, Joseph A. (1947 [2000]). *Capitalism, Socialism, and Democracy*, London: Routledge, with a new introduction by Richard Swedberg, 437 pages.
- Schumpeter, Joseph A. (1963). *History of Economic Analysis*, George Allen & Unwin Ltd, 1260 pages.
- Schumpeter, Joseph A. (2005). *Théorie de la monnaie et de la banque, (Das Wesen des Geldes)*, 2 volumes, traduit de l'allemand par Claude Jaeger et Odile Lakowski-Laguerre avec une contribution de Marcello Messori, Cahiers d'économie politique et l'Harmattan, Paris, 287 et 237 pages.

Szirmai, Adam, Wim Naudé et Micheline Goedhuys (eds.) (2011). *Entrepreneurship, Innovation, and Economic Development*, United Nations University WIDER Studies in Development Economics, Oxford University Press, 256 pages.

The Joint Forum (2004). *Credit Risk Transfer*, Basel: Bank for International Settlements, October.

Tremblay, Diane-Gabrielle (2003). Innovation, management et économie : comment la théorie économique rend-elle compte de l'innovation dans l'entreprise ?, *Note de recherche 2003-21* de la Chaire de recherche du Canada sur les enjeux socio-organisationnelles de l'économie du savoir.

Ülgen, Faruk (1994). *L'Endogénéité de la monnaie : Ebauche d'une théorie de l'économie monétaire*, Thèse de doctorat en sciences économiques, Université Paris X-Nanterre.

Ülgen, Faruk (1995). Endogénéités de la monnaie. Fondements et définitions d'un concept : un bilan critique, *Économie Appliquée*, N°4, pp. 29-59.

Ülgen, Faruk (2003). A Methodological Analysis: A New Way to Assess the Schumpeterian Monetary Paradigm, *Energeia, International Journal of Philosophy and Methodology of Economics*, Vol. 2, N°1-2., pp. 11-29.

Ülgen, Faruk (2007). La dynamique de financement de l'innovation, *Innovations*, N°25, De Boeck, pp. 45-67.

Ülgen, Faruk (2010). In search of relevant regulatory policies: A Minskian lecture in view of the current financial crisis, in Thomas Lagoarde-Segot (ed.) *After the Crisis: Rethinking Finance*, NOVA Science Publishers, Inc.: N.Y. USA, pp. 149-167.

Ülgen, Faruk (2011a). Crise systémique et crise des fondements de la régulation financière, *Économie appliquée*, LXIV(4), pp. 43-68.

Ülgen, Faruk (2011b). Régulation monétaire et financière et viabilité des économies de marché, à paraître dans *Économie et institutions*.

Whalen, Charles J. (2009). An Institutional Perspective on the Global Financial Crisis, *Visiting Fellow Working Papers*, Paper 27, <http://digitalcommons.ilr.cornell.edu/intlvf/27>.

NOTES

1. Les modalités qui déterminent les conditions de cet accès relèvent des mécanismes de création, de circulation et d'annulation de la monnaie de crédit dans une économie capitaliste. Voir Ülgen (1994) pour un exposé détaillé de l'approche monétaire comme alternative à la théorie de l'équilibre général et Ülgen (2003) pour le développement méthodologique d'une telle approche dans un cadre schumpeterien.

2. Pour plus de développements sur ce point, on peut se référer à Tremblay (2003, pages 4 et 8 notamment) qui remarque la distinction schumpeterienne entre une économie statique de producteurs-exploitants et une économie d'entrepreneurs innovateurs et à Barrère (1985) qui met en parallèle les conceptions schumpeterienne et keynésienne de la dynamique capitaliste fondée sur les relations de crédit.

3. Dans la lignée des travaux d'E. Fama (1970), ce paradigme stipule que les prix de marché reflètent correctement toutes les informations requises pour que les comportements individuels séparés puissent se révéler globalement compatibles entre eux, ce qui renvoie à la définition bien connue de l'équilibre général néo-walrasien d'une économie de marché concurrentielle.

4. À titre d'exemple récent, on peut considérer, entre autres, le choix des autorités américaines de revenir en 1999 sur la loi Glass-Steagall de 1934 qui séparait les banques commerciales et les

banques d'investissement, dans la continuité des politiques de libéralisation et de décloisonnement des marchés entamées vers la fin des années 1970, un mouvement que les pays européens ont suivi à partir du milieu des années 1980.

5. Le niveau de sécurité perçu par les marchés pour ces opérations étant élevé, les taux d'intérêt appliqués s'établissaient à, à peu près, 40 points de base en dessous de ceux des marchés, contribuant à l'accroissement de la dette hypothécaire.

6. À travers les hypothèses *ad hoc* sur l'atomicité des agents, l'homogénéité des biens et services et la transparence de l'information.

7. Pour une analyse de cette évolution en termes de comportements mimétiques (dans la lignée des travaux d'A. Orléan) et de dissonance cognitive (à partir des travaux de G. A. Akerlof), nous renvoyons le lecteur à Ülgen (2011b).

8. Il convient de remarquer que les engagements des banques sont facilités aussi grâce à des relais institutionnels et normatifs comme les Accords de Bâle et les interventions des banques centrales en cas de difficulté au travers des prises en pension de nouveaux instruments, ce qui revient à normaliser les innovations sans les remettre structurellement en cause. Je dois cette remarque à l'un des rapporteurs anonymes de la revue.

9. On remarquera que l'élaboration des différentes catégories de crédit et leur évaluation sont fondées sur l'intervention permanente des agences en tant que conseillers techniques des banques, ce qui engendre une confusion de fait entre le métier de conseil et celui d'évaluateur. Toutefois, ce point ne sera pas développé dans ce travail.

RÉSUMÉS

Le présent article pose la question de savoir si les innovations financières peuvent être pensées dans le cadre du processus de destruction créatrice. Dans cet objectif, la dynamique schumpeterienne de l'économie capitaliste est interprétée en termes d'une économie monétaire dans laquelle les innovations bancaires et financières affectent structurellement les activités entrepreneuriales et jouent un rôle crucial sur la stabilité macroéconomique. À l'opposé des effets, souvent jugés positifs, des innovations des entrepreneurs schumpeteriens sur la croissance, les marchés financiers libéralisés génèrent des déséquilibres cumulés à travers le développement d'une financiarisation spéculative qui peut être étudiée en termes de la deuxième vague des cycles schumpeteriens. Le processus de destruction créatrice des innovations peut se transformer en une création destructrice. Par conséquent, la redéfinition des mécanismes de régulation dans une optique minskienne s'avère nécessaire pour faire face aux déséquilibres macroéconomiques.

This paper asks the question to know if financial innovations can be thought within the framework of a creative destruction process. In this aim, the Schumpeterian dynamics of the capitalist economy is studied in terms of a monetary economy where banking and financial innovations affect structurally entrepreneurs' activities and play a crucial role on the macroeconomic stability. Contrary to the effects, usually assumed to be positive, of innovations of the Schumpeterian entrepreneurs on the growth, liberalized financial markets generate accumulated imbalances through the development of a speculative financialization which can be studied in terms of the second wave of Schumpeterian business cycles. The process of creative destruction of innovations may turn to be a destructive creation. Then, redefining of regulatory

mechanisms in a Minskian perspective seems to be necessary in view of macroeconomic disequilibria.

INDEX

Mots-clés : économie monétaire, évolution économique schumpeterienne, innovations financières, instabilité et régulation

Keywords : financial innovations, instability and regulation, monetary economics, schumpeterian economic development

AUTEUR

FARUK ÜLGEN

Maître de Conférences-Habilitation à Diriger des Recherches (HDR), Centre de Recherche en Economie de Grenoble (CREG), Faculté d'Economie de Grenoble - Université Pierre Mendès France-Grenoble 2.