

## Après la crise financière : « réguler » ou refondre ?

Les insuffisances des stratégies prudentielles

*After the financial crisis: regulation or radical overhaul ? The shortcomings of prudential policies*

Frédéric Lordon

---



### Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/regulation/7461>

DOI : 10.4000/regulation.7461

ISSN : 1957-7796

### Éditeur

Association Recherche & Régulation

### Référence électronique

Frédéric Lordon, « Après la crise financière : « réguler » ou refondre ? », *Revue de la régulation* [En ligne], 5 | 1er semestre / Spring 2009, mis en ligne le 08 juin 2009, consulté le 20 avril 2019. URL : <http://journals.openedition.org/regulation/7461> ; DOI : 10.4000/regulation.7461

---

Ce document a été généré automatiquement le 20 avril 2019.



*Revue de la régulation* est mise à disposition selon les termes de la Licence Creative Commons Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International.

---

# Après la crise financière : « réguler » ou refondre ?

Les insuffisances des stratégies prudentielles

*After the financial crisis: regulation or radical overhaul ? The shortcomings of prudential policies*

Frédéric Lordon

---

## NOTE DE L'AUTEUR

JEL : G01, G18, G21, G24.

- 1 La crise financière présente réussira-t-elle à déboucher sur les transformations que les crises précédentes ont échoué à produire ? Il y a malheureusement quelques raisons de craindre qu'en dépit d'un choc d'une ampleur qui le qualifie haut la main pour entrer dans l'histoire économique, les forces de l'inertie, c'est-à-dire des intérêts constitués, reprennent le dessus. Sauf si la sphère financière à proprement parler se manifestait bruyamment à nouveau – ce qu'on ne saurait exclure aussi bien du côté des finances publiques et des changes que du côté de la finance privée, où les dettes *corporate* vont bientôt abonder le stock général des défauts –, le risque est grand que la crise financière glisse lentement dans l'oubli, dominée dans le débat public par la « récession » alors devenue une sorte de chose autonome, coupée de ses causes et apparue comme par génération spontanée, et réduisant les enjeux financiers à des considérations techniques abandonnées aux conciliabules discrets des « experts ». Or les tendances de l'« expertisme » sont assez bien connues, à l'image de Christian de Boissieu qui en appelle à toutes les prudences – « il faudra, *sans se précipiter* tirer les implications de la crise des subprimes pour revoir *si nécessaire* le paramétrage des modèles standard de Bâle 2 (...) Pour l'éventuel *aggiornamento* des modèles... »<sup>1</sup> – ou, dans un genre un peu différent, d'Augustin Landier qui a lui aussi pour préoccupation générique d'établir au plus vite un cordon sanitaire – « C'est une question (celle de la régulation, NdA) très délicate et technique par nature (...) Je pense qu'il faut à tout prix éviter le populisme et les

simplifications. Il faut s'entourer d'experts et accepter la complexité technique du sujet »<sup>2</sup>. De ce point de vue, la situation présente, en fait telle qu'elle s'est créée depuis la fin octobre, est peut-être la pire de toutes puisque, tout en laissant les problèmes de fond intégralement pendants, les interventions d'extrême urgence des gouvernements – dont on a vu à quel degré elles ont bousculé les croyances d'experts – ont fait faire quelques pas en arrière du « bord du gouffre »<sup>3</sup>... et, partant, fait disparaître l'aiguillon de la peur, c'est-à-dire les incitations à poursuivre dans le registre de l'action radicale qui serait pourtant impérativement requis. La ténuité des avancées réalisées par le G20 tenu à Washington le 15 novembre 2008, même dans le registre des seules déclarations de principe qui était le sien, ne dissuade pas de penser que, dans le meilleur des cas, la « reréglementation financière » n'ira pas beaucoup plus loin qu'un simple ajustement des dites régulations prudentielles qui, comme leur nom l'indique, consistent en l'ensemble des dispositifs qui s'en remettent à la prudence individuelle des intéressés<sup>4</sup> – les agents de la finance au premier chef, mais également leurs « surveillants » institutionnels. Or la crise elle-même a rétrospectivement fait voir quelles forces gigantesques peuvent s'emparer de la finance, et par là donné une idée de l'ampleur des forces qu'il faudrait leur opposer pour éviter la reproduction de pareille catastrophe. Il est à craindre que celles de la « régulation » ne soient pas à la hauteur et que, plutôt que de s'en tenir à des processus de *rectification de trajectoire*, comme le considère exclusivement cette dernière, il faille envisager plus sérieusement de *fermer purement et simplement* aux agents des possibilités stratégiques – en d'autres termes rendre certaines actions *impossibles* plutôt que (supposément) *contrôlables*. Si l'on considère que les régulations prudentielles auxquelles l'« expertise » et les gouvernements en appellent de concert sont loin d'avoir été inexistantes pendant la formation de la bulle immobilière-financière, et que l'on met au surplus en rapport cette présence et l'ampleur de la crise qu'elles n'ont pas su empêcher, la question portant sur les formes d'encadrement de la finance apparaît alors susceptible de la reformulation synthétique suivante : changement de degré ou changement de nature ?

## 1. Trois écueils de la « régulation prudentielle »

- 2 Contre l'option du « changement de degré », il est possible d'indiquer d'emblée les trois écueils auxquels sont vouées à se heurter les stratégies prudentielles et qui justifient d'envisager leur dépassement par des modalités sensiblement plus sévères d'arrondissement de la finance libéralisée. Il s'agit : 1) des forces irrésistibles de la concurrence, 2) de l'impossibilité essentielle du contrôle des risques *ex ante*, le tout étant recouvert par 3) le voile hallucinatoire de l'« innovation » fonctionnant comme croyance.

### 1.1. Les forces irrésistibles de la concurrence

- 3 Il n'y a pas à aller chercher très loin ce qui rend irrésistibles les forces de la concurrence dans la sphère financière : c'est le niveau extravagant des opportunités de profit qui y sont offertes. Deux décennies de dérive du capitalisme actionnarial auront réussi à opérer une translation des normes de la profitabilité capable d'avoir presque complètement déclassé un schéma aussi élémentaire que la règle d'or établissant que la rémunération optimale du capital doit être alignée sur le taux de croissance de la production. Pour rustique qu'elle soit, il faut pourtant avoir en tête cette référence pour mieux apprécier

les niveaux de profitabilité atteints dans la frange supérieure du capital. Car la règle d'or qui fixerait la rémunération du capital autour de quelques pourcents rend déjà quelques bonnes longueurs au ROE des entreprises industrielles du CAC40, par exemple, pour lesquelles la référence des 15%, ou en tout cas de valeurs à deux chiffres, n'a rien de mythique<sup>5</sup>... lesquelles entreprises industrielles sont à leur tour laissées sur place par les rentabilités du secteur financier : la banque de détail de BNP-Paribas livre un ROE de 31% pour l'année 2006, celle de la Société Générale de 23,6% pour le dernier trimestre de la même année ; mais la division *Asset Management and Services* de BNP-Paribas dégage un ROE de 36%, et sa division *Corporate and Investment Banking* un ROE de 40%, son homologue de la Société Générale (pour le dernier trimestre de la même année) un ROE de 43,8%... On pourra objecter que, sans même parler de son défaut patent d'exhaustivité, la présente comparaison des ROE « industriels » et « financiers » a quelque chose de biaisé puisque les premiers sont des chiffres « groupe » alors que les seconds sont des chiffres de « divisions » qui sont des centres de profit. L'ampleur des écarts ne leur en donne pas moins une signification en indiquant la puissance d'attraction des activités de marché au sein des activités bancaires, elles-mêmes en surplomb du reste de l'économie – à ce stade on n'a déjà plus aucun souvenir de la règle d'or...

- 4 Il faut avoir en tête ce privilège de profitabilité hors norme pour se faire une idée de la puissance et de la nocivité potentielle des forces de la concurrence car il est bien clair que des niveaux pareils de rentabilité des capitaux propres ont pour effet de précipiter les agents dans la ruée et de contribuer à l'abolition de leur discernement. Comme toujours l'effet propre de la concurrence est différentiel et tient aux efforts déployés par tous pour maintenir ou consolider des positions relatives. Aussi, mais à plus forte raison quand les *pay-off* atteignent de si exceptionnels niveaux, luttent-ils tous frénétiquement, les institutions pour satisfaire leur propre contrainte actionnariale de dégagement de profits/dividendes c'est-à-dire, opérationnellement, pour la part de marché, la captation des mandats et la surenchère aux rendements offerts ; et, les individus, pour leurs positions dans les classements professionnels, leurs bonus et leurs déroulements de carrière. Le « hors norme » de la profitabilité financière a donc pour effet de considérablement intensifier les tendances propres « classiques » de l'interaction concurrentielle, et de les porter à leur point d'aberration. Si le *nomos* capitaliste est l'accumulation du profit, on se demande par quelle improbable régulation interne des agents en position de rafler pareilles opportunités pourraient s'abstenir de le faire, quitte à s'engager tous dans des emballements collectifs dont l'issue a pourtant été maintes fois consignée par l'histoire financière. Comme on sait, c'est cet aveu quelque peu hébété auquel Alan Greenspan aura consenti lors de son audition au Congrès<sup>6</sup>, en faisant part de sa stupéfaction d'avoir vu s'effondrer l'hypothèse structurante de toute sa vision du monde, à savoir que nul n'est mieux placé que les intéressés pour veiller à leurs propres intérêts et que la régulation d'ensemble émerge d'elle-même de cette surveillance décentralisée de soi par soi en quoi consiste la prudence (au sens du *prudent man* dont Sabine Montagne, 2006, établit la généalogie juridico-financière) individuelle<sup>7</sup>. À l'opposé de cette présupposition dont la crise financière révèle à quelle échelle elle aura été erronée, la poursuite concurrentielle du *high yield* fait plus que polariser les agents jusqu'à l'aveuglement : elle conduit même les plus lucides d'entre eux à faire des choses qu'ils n'ont pas le choix de ne pas faire.
- 5 Il n'est pas utile de revenir très longtemps sur les mécanismes, de longue date et amplement analysés<sup>8</sup>, qui président à la formation des polarisations mimétiques, si ce

n'est pour rappeler le caractère puissamment auto-confirmateur de ces dynamiques de prix d'actifs, dont le profil de croissance forte et stable finit par donner à penser que le risque est en voie de disparaître – ceci au moment où en fait il s'accumule le plus. La combinaison de l'intensité profitable qui, dans un contexte extrêmement concurrentiel, élève pour chaque agent les coûts d'opportunité (et force à la participation au mouvement) et des propriétés intrinsèques d'auto-consolidation de la dynamique des prix qui résulte de cette participation collective, a pour effet de distordre complètement les comportements des investisseurs (*lato sensu*) qui, au lieu de procéder, comme ils le devraient, à des optimisations combinées rendement-risque en viennent, *de facto*, à ne plus faire quasiment que de la maximisation simple du rendement. La clause « *de facto* » prend ici toute son importance puisque le comportement observé demeure une résultante entre déterminations antagonistes, mais dont la pondération relative connaît en l'espèce un très grand déséquilibre. La méthode régulationniste qui recommande de chercher la « chair institutionnelle » derrière toute régularité ne cesse pas de s'appliquer par passage du niveau macro-économique, où elle a été le plus souvent mise en œuvre, au niveau micro-économique des comportements d'agent. Aussi la dégénérescence des optimisations combinées en (quasi) maximisations simples appelle-t-elle implicitement toute une sociologie de la banque et de la salle de marché qui renverrait le déséquilibre des déterminations antagonistes au déséquilibre des forces institutionnelles que sont les instances respectivement dépositaires de la « logique » du rendement (à conquérir) et de la « logique » du risque (à surveiller), à savoir le *front office* et le *back office*. La phase de bulle exerce ainsi d'intolérables pressions sur le *back office*, systématiquement renvoyé à son rôle de frein, de retenue, d'empêchement, c'est-à-dire à sa négativité, et ceci de manière d'autant moins facile à défendre que les volatilités et les *spreads* se réduisent *objectivement* (Figures 1 à 3). Comme on sait – *ex post* – ces réductions ne sont que le reflet d'une appréciation collective extraordinairement défailante et d'un *mispricing* généralisé, d'où résulte, en attendant leur révélation, une difficulté croissante pour le *back office* à argumenter et, comme l'a suggéré l'idée même de « pondération », à *peser*.

- 6 Ce mécanisme tout à fait général de minoration encourue par les instances de contrôle du risque au sein des banques pourrait être illustré par une multitude d'anecdotes. Mais le cas le plus édifiant sous ce rapport est sans doute celui d'UBS qui vaut d'être mentionné pour sa valeur d'archétype. Car après s'être lancée comme toutes les banques de sa catégorie dans les activités de marché à la faveur de la déréglementation, et avoir vu son portefeuille d'activité déformé en conséquence sous l'effet du pouvoir d'attraction des marchés de capitaux, UBS connaît une sérieuse déconvenue lors de la crise financière internationale de 1998, à l'occasion de laquelle elle enregistre une perte extrêmement sévère – selon les ordres de grandeur de l'époque... – de 1 milliard de Francs suisses du fait de son exposition à LTCM. Le coup en tout cas est jugé suffisamment rude pour donner lieu au sein de la banque à de grandes révisions stratégiques, et notamment du fait des externalités réputationnelles négatives que les déboires de la division *Investment Bank* font subir à la *Private Bank*, historiquement centrale<sup>9</sup>. Aussi UBS décide-t-elle de réencadrer beaucoup plus rigoureusement ses activités d'*investment banking*, d'ailleurs jusqu'à gagner une réputation de prudence exemplaire. Celle-ci est hélas mise à l'épreuve très rapidement puisque UBS voit débarquer dans son pré carré une nouvelle sorte de compétiteurs, extrêmement agressifs : les *hedge funds*, dont la montée en puissance se fait véritablement sentir à partir du début des années 2000. Or la proposition des *hedge funds* est si forte qu'UBS est menacée de se voir abandonnée par un nombre croissant de clients, y compris ceux de sa banque privée. Comme il lui est impensable d'assister passivement à

ces intrusions et aux pertes de part de marché qui en résultent, UBS réagit, et de la plus « logique » des manières : en créant son propre *hedge fund* ! DRCM (Dillon Read Capital Management) est lancé en 2004 avec pour ligne opérationnelle d'intervenir essentiellement dans le domaine de la titrisation et de la finance structurée. La fin de l'histoire est connue : DRCM sera fermé en 2007 après avoir été l'un des principaux contributeurs aux pertes globales de la banque, qui atteindront les 40 milliards de dollars – et le changement des ordres de grandeur, du milliard de Francs suisses de 1998 aux 40 milliards de dollars d'aujourd'hui, est un élément, tout sauf périphérique, à verser au tableau d'ensemble de la dynamique de la financiarisation. Si le cas UBS est à ce point intéressant, c'est bien parce qu'il témoigne du degré auquel les forces de la concurrence inhibent jusqu'aux possibilités élémentaires d'apprentissage, et interdisent de tirer, ou plutôt en l'espèce de fixer, les leçons mêmes les plus chèrement acquises des expériences, même les plus cuisantes.

- 7 Un autre cas, très différent en genre, mérite également d'être évoqué, pour illustrer non pas la distorsion des comportements individuels mais les pressions endogènes à l'abaissement des régulations que font naître les forces de la concurrence et l'aiguillon du *high yield*. Robert Boyer (2008) insiste sur le rôle du lobbying dans la dynamique de développement des « innovations financières », lobbying qui vise, faut-il le dire, à laisser les coudées franches aux opérateurs et à éviter toute réglementation, voire à démanteler les réglementations existantes qui les empêcheraient de saisir toutes les opportunités de profit attendues des « innovations ». On trouverait difficilement illustration plus éloquente de cet « effort » que la pression exercée en 2004 auprès de la SEC par les cinq grandes firmes de Wall Street, parmi lesquelles incidemment le Goldman Sachs présidé à l'époque par Henry Paulson..., pour obtenir la détente de la « réglementation Pickard » qui, depuis 1975, imposait aux banques d'investissement des coefficients de levierisation maximale autorisée de 12 (« *net capital rule* »). À l'occasion d'une obscure réunion<sup>10</sup>, la SEC finira par céder et autoriser le doublement de ce coefficient – et en fait même plus puisque les principales firmes finiront avec des multiplicateurs supérieurs à 30 (Figure 4)... Pour être moins spectaculaire que le précédent, ce cas n'en est peut-être que plus inquiétant puisque, illustrant l'habituelle discrétion des entreprises de lobbying, il donne également une idée de la puissance des forces de la concurrence-cupide, du côté de la finance privée, bien sûr, qui s'efforce indéfiniment pour plus et pour repousser les limites autant qu'il est en elle, en une illustration presque pure de ce qu'est le *conatus*<sup>11</sup>, mais aussi telle que ces forces finissent, et c'est sans doute là le plus grave, par emporter jusqu'au régulateur lui-même.

## 1.2. Les apories du contrôle des risques

- 8 Le deuxième écueil sur lequel buttent les stratégies de régulation prudentielle est lié aux apories de la mesure du risque. Or c'est bien sur cette hypothèse de possibilité et de fiabilité d'une telle mesure que repose crucialement tout l'édifice de la supervision déléguée établi par les accords de Bâle dont l'instrument principal consiste en les modèles de *Value-at-Risk* (*VaR*). L'aporie de la *VaR* tient alors à trois éléments qui ont été dégagés autour de la critique de la valeur fondamentale élaborée par André Orléan (2005, 2008) :
1. La possibilité même du calcul de risque repose sur l'identification de la « bonne » densité de probabilité, mais surtout sur l'hypothèse de sa stabilité structurelle.

2. Mais la stabilité structurelle de cette densité est la caractéristique d'une configuration de la finance *en régime*.
  3. Or, précisément, ce qu'il s'agit de saisir, ce sont les *changements de régime* ! – sachant que la transformation qualitative qui est le produit de la bifurcation est imprévisible *ex ante*.
- 9 Elle est imprévisible car la densité de probabilité qui gouverne le prix de l'actif n'est que l'expression d'une certaine configuration d'interactions mentales et comportementales des agents. Comme on sait, le renversement de crise d'une configuration installée donne lieu à de brutales et aberrantes modifications de la structure des corrélations des prix d'actifs, notamment du fait de la propagation des ventes de détresse aux compartiments de marché latéraux sous l'effet de la pression des appels de marge ou de la course à la déléviérisation. Quelles seront l'extension et l'intensité de ces modifications ? La question est décisive pour avoir une idée non plus des seuls risques idiosyncratiques mais des risques de composition. Or la réponse à cette question demeure très largement indéterminée et n'est révélée que dans l'événement, une fois passée la bifurcation... c'est-à-dire trop tard. On voit là toutes les limites des approches « régulatrices » qui reposent, le sachant ou non, sur la méta-hypothèse implicite de ce qu'on pourrait nommer, dans le prolongement de l'analyse théorique d'André Orléan, le probabilisme objectif, et même le probabilisme transcendant, (méta)hypothèse qui consiste à penser qu'existe quelque part la « vraie », la « bonne » densité de probabilité, et que les efforts de la finance mathématique finiront par l'identifier. Tout l'argument d'Orléan, au contraire, plaide pour la thèse d'un probabilisme *immanent*, dans lequel *les* densités de probabilité sont des régularités – à l'image de toutes celles que saisit la théorie de la Régulation – contingentes, transitoires et surtout, dans le cas présent, *immanentes aux interactions des agents*, dont elles sont l'expression synthétique. On pourrait sans doute faire observer que ce probabilisme immanent est, par le fait, un probabilisme paradoxal puisque, à la fin des fins, il indique précisément la nature... non probabilisable du problème d'ensemble de la finance, dont la condition reste irrémisiblement liée à l'incertitude keynésienne.

### 1.3. L'« innovation » comme croyance et comme accommodation symbolique

- 10 C'est dans ce contexte d'ensemble qu'il faut réinsérer le thème de l'innovation financière qu'on suggérera d'analyser ici non dans ses propriétés intrinsèques – non pas que cette analyse-là soit sans intérêt, il faut évidemment la faire pour avoir une idée de la toxicité de certaines de ces innovations<sup>12</sup> – mais comme le procédé symbolique permettant d'accommoder – temporairement ! – les insoutenabilités de la dynamique financière concurrentielle-cupide. De ce point de vue il n'est pas impossible de souligner la dimension fantasmatique de l'innovation financière : la finance, en effet, poursuit avec acharnement le rêve d'un déplacement de la courbe rendement-risque<sup>13</sup>, c'est-à-dire d'un événement miraculeux qui permettra, à risque donné, de gagner plus ou, à rendement donné, de risquer moins. Pour filer la métaphore, on pourrait ajouter que les miracles laïcs de la finance ont ce désavantage par rapport aux « autres » qu'ils requièrent tout de même quelques raisons d'y croire. Ce sont ces « raisons » qui sont génériquement rassemblées sous le terme « innovation ». On aura compris qu'il s'agit ici d'une lecture non technique mais *sociale* de l'innovation financière et que, n'annulant en rien la première, elle suggère, au-delà ou à côté des spécificités techniques *des* innovations financières, d'envisager également *l'innovation financière* comme *générique symbolique*.



- 11 C'est bien ainsi qu'elle fonctionne, socialement parlant, car en son fond, l'argument de l'innovation ne sort pas de la tautologie proclamant qu'il y a eu du nouveau et que, « par conséquent », l'ordre du monde a été modifié. Cette tautologie n'en est pas moins socialement productive puisqu'elle opère dans les représentations collectives un déplacement de la frontière du possible et de l'impossible, du désir non pathologique et du désir chimérique, et que, ce faisant, elle propulse les agents à la poursuite de nouveaux objectifs qu'il leur aurait été simplement impensable d'envisager auparavant – avec toutes les propriétés d'auto-réalisation dont la finance auto-référentielle<sup>14</sup> est ensuite capable. Les mises en forme plus ou moins rehaussées en termes de « nouveau paradigme » donnent ce qu'il faut de respectabilité « théorique » pour accréditer dans les esprits de la finance que des anticipations qui auraient été jadis jugées délirantes peuvent désormais être formées sans disqualifier radicalement leurs auteurs, et finissent même par passer pour raisonnables. L'exercice de la transplantation rétrospective qui, au cœur d'une bulle, voudrait ramener les agents dans leur état d'esprit passé pour leur faire juger, à distance et comme par dédoublement, de leurs croyances antérieures est une expérience de pensée dont ils n'ont ni le temps ni surtout l'envie, puisque tout, autour d'eux, les confirme dans le bien-fondé de leur vision présente. Seul le recul de l'après-bulle, ou plutôt de l'après-crise, est à même, dégrisement aidant, de produire quelques révisions lucides, mais *post festum*, c'est-à-dire un peu tard... et sans empêcher de récidiver plus tard dans la croyance « innovation » pour peu que celle-ci ait pris des contenus suffisamment différents de la précédente, autorisant à ne pas voir l'identité formelle qui pourtant les unit. C'est ainsi que l'innovation-croyance de la bien nommée « nouvelle économie »<sup>15</sup> a permis de regarder comme des eldorados futurs des startups sans profit ni chiffre d'affaire, ou d'opérer de spectaculaires renversements cognitifs comme celui qui a consisté à croire que plus une startup était rapidement déficitaire (*cash burning*) plus sa valorisation boursière devait être élevée, anticipations dont on sait comment l'éclatement de la bulle Internet les a sanctionnées, mais sans que ceci décourage la formation, quelques années plus tard à peine, d'une nouvelle innovation-croyance, celle de la finance structurée, convaincant cette fois les agents qu'il était possible d'espérer, dans les marchés de crédit, des risques triple-A rémunérés comme des actifs double-B... Dans les deux cas, l'innovation aura été le moyen symbolique de croire à l'incroyable, et de demeurer dans le déni imaginaire des risques pendant que les propriétés auto-confirmatrices de la croyance accéléraient leur accumulation réelle.

## 2. Faire régresser la finance

- 12 Si l'on prend ces arguments au sérieux, il s'en déduit la possibilité de soutenir que la transformation des structures de la finance devrait avoir pour double caractéristique d'être rudimentaire et brutale, revendication délibérée d'une action non subtile donc, mais adossé à une analyse qui voudrait l'être un peu moins...

### 2.1. « Désophistiquer » la finance

- 13 Brutale, elle le sera nécessairement – pour peu évidemment qu'on ait en vue de tirer véritablement toutes les leçons d'une crise séculaire et non pas de demeurer dans les aménagements de second ordre –, et du simple fait du syllogisme suivant. Majeure : la profitabilité hors norme dont jouit la finance de marché a pour inévitable corrélat, toutes



illusions de « l'innovation » dissipées, des niveaux de risque intolérables ; or – mineure – nous voulons réduire ces risques ; par conséquent – conclusion – il faut ramener la finance à l'ordre normal de la profitabilité. Partant de ROE d'avant-crise navigant entre 25% et 45%, il est donc question de lui faire connaître une très sévère régression de profitabilité. Parce que son ampleur même la qualifie comme brutale, cette régression est vouée à s'opérer de manière rudimentaire et en un double sens : premièrement, au sens où les procédés à mettre en œuvre pour faire passer un secteur de tels ROE à des valeurs à un chiffre, comme le voudrait une norme élaborée d'après les ordres de grandeur d'une règle d'or par exemple, seront nécessairement drastiques ; deuxièmement, au sens où, plus qualitativement, il faudra envisager de ramener les activités mêmes des institutions bancaires et financières à des choses rudimentaires. Il faut prendre cette proposition pour ce qu'elle est : un plaidoyer de « désophistication » de la finance, corrélat logique des arguments qui précèdent, envisagé à la lumière de la contribution avérée de « l'innovation » au désastre présent. Entrer dans cette discussion exige sans doute de l'avoir préalablement dépolluée de tous ses parasitages lexicaux, liés notamment à la valeur positive spontanément attribuée au mot « innovation », et tels qu'ils rendent impossible de se déclarer tel quel « contre l'innovation financière ». On n'en est pas moins surpris de ce que les résistances à cette mise en cause viennent bien plus de la sphère académique que des milieux professionnels<sup>16</sup>, au sein desquels il se trouve au moins quelques voix pour avoir averti (donc avant) des ou médité (donc après) les effets néfastes des innovations survenues dans les instruments de crédit, notamment en matière de produits structurés et de produits dérivés. Que ces voix aient été minoritaires n'est pas douteux, en témoignent les efforts constamment déployés par l'industrie financière pour avoir toujours davantage les coudées franches, et la mise en échec de toutes les vellétés de réglementation des produits dérivés depuis la fin des années quatre-vingt-dix. On n'est pas moins impressionné de l'hystérésis de la croyance académique là où les praticiens, après la crise, se partagent entre ceux qui préfèrent garder le silence et panser leurs plaies et ceux qui n'hésitent pas à mettre en cause ouvertement les innovations. L'avertissement prophétique de Warren Buffet qualifiant – dès 2003 – les dérivés de crédit d'« arme de destruction financière massive » est devenu célèbre. Un capital symbolique à peine moindre donne tout son poids également au propos de Mohamed El Erian, vice-président de Pimco, déclarant sans ambages que « le problème c'est l'innovation financière »<sup>17</sup>. Et comme si la parole se libérait au fil du temps, il est vrai encouragée par des catastrophes de magnitude croissante, on peut maintenant trouver dans une presse on ne peut plus *market friendly* – il s'agit du *Financial Times*... – des appels, non pas simplement à la reréglementation de produits tels que les CDS mais à la *fermeture pure et simple* de ce compartiment de marché<sup>18</sup>.

- 14 Il ne s'agit pas de faire de ces déclarations, qui n'ont en soi aucune valeur analytique, des arguments d'autorité, mais simplement de souligner le décalage qui se creuse progressivement avec le courant dominant de l'« expertise économique », à qui sa position d'extériorité devrait justement rendre plus aisé l'exercice de la remise en cause, mais qui n'en persiste pas moins à tenir le discours de l'ajustement de second ordre et à sauver tout ce qui peut l'être, au premier rang de quoi l'« innovation financière », tenue pour « globalement bénéfique » et n'appelant que quelques encadrements. Ainsi peut-on lire dans le rapport du CAE consacré à la crise des subprimes, publié en août 2008, donc achevé de rédiger en juillet 2008, c'est-à-dire en une période postérieure à l'épisode Bear Stearns et peut-être aussi à l'effondrement de Indymac et Fannie Mae / Freddie Mac, des

phrases telles que : « L'innovation financière comporte plus d'avantages que d'inconvénients, ce qui n'est pas une façon de minimiser ces derniers. Les innovations financières *améliorent sans conteste l'efficacité du système bancaire et financier (meilleure allocation de l'épargne, réduction du coût d'intermédiation bancaire...)* »<sup>19</sup> (Artus et alii, 2008). Il faut vraiment avoir la croyance de l'efficacité chevillée au corps pour continuer de soutenir la thèse de « la meilleure allocation de l'épargne et de l'investissement » au travers d'une crise séculaire qui aura consisté en une aberration allocative géante – dont témoignent des destructions de valeur financière d'un ordre de grandeur jamais vu dans l'histoire du capitalisme hors période de guerre, destructions précisément issues des compartiments de la finance structurée et des dérivés de crédit, deux innovations financières sans doute appelées à passer à la postérité mais pas sur le mode du « bénéfique » – même « globalement ».

- 15 Aussi, contrairement à la ligne de l'expertise dominante, dont les auteurs du rapport CAE sont des représentants typiques, et qui préconisent une stratégie d'ajustement permanent du niveau de complexité des dispositifs de régulation à celui de l'innovation<sup>20</sup>, il est permis de craindre que ce ne soit là une course-poursuite sans fin dans laquelle ladite régulation est vouée à avoir un temps de retard systématique et, comme jadis le général Gamelin, à être toujours prête pour la crise précédente mais jamais pour la suivante. À l'opposé de cette approche on peut se demander si tirer une leçon et produire une réaction qui soient à la hauteur d'un événement dont la portée historique est difficilement contestable, n'exige pas plutôt d'organiser la désescalade de la complexité financière, et même à un très bas niveau, c'est-à-dire de conduire les banques à renoncer aux mythologies technicistes de l'innovation financière – et aux profits-risques qui vont avec –, et à se contenter à nouveau de faire des choses *rudimentaires* : accorder, si possible proprement, des crédits et, bien sûr les conserver en assurant leur suivi jusqu'à maturité ; piloter des émissions de produits simples, actions et obligations classiques ; manufacturer des produits d'épargne simples également, essentiellement sous la forme de livrets d'épargne garantie. Comme une illustration, parmi beaucoup d'autres, de la vitesse d'évolution des esprits en temps de grande crise, et du dépassement paradoxal de la critique académique – inerte – par la critique-en-pratique des (de certains) agents de la finance eux-mêmes, on notera que l'appel au « rudimentaire » et à la « désophistication » financière, qui sonne comme une incongruité au regard de la ligne générale du rapport du CAE, est concrètement mis en œuvre par la banque Natixis, il est vrai particulièrement sanctionnée par la crise des subprimes (et ses prolongements). Ainsi, le 19 décembre 2008, le conseil de surveillance a-t-il annoncé un « plan de transformation radicale de la banque de financement et d'investissement »<sup>21</sup> consistant à solder les errements du passé par la création d'une structure de cantonnement des mauvais actifs, mais surtout à organiser une réduction stratégique des ambitions de la BFI, priée de procéder à « l'arrêt des activités de marché *les plus complexes* »<sup>22</sup>, en vue de ne conserver que « les dérivés simples (...) rapprochés des activités d'intermédiation/courtage ». Natixis abandonne ici le modèle du *trading* pour compte propre et envisage sa « désophistication » selon des modalités qui ne sont pas elles-mêmes très sophistiquées : la banque prévoit « une réduction de 40% de ses effectifs dans les activités de marché les plus complexes »<sup>23</sup>. De même, Citigroup, qui projette<sup>24</sup> d'abord de cantonner, puis de se séparer, non seulement de ses mauvais actifs mais également des activités de marché qui leurs sont liées, avec pour horizon stratégique d'en finir avec le positionnement de supermarché de la finance, couvrant toutes les activités, et d'en revenir à « l'ancienne » Citicorp, essentiellement banque commerciale, désophistication elle-même rustique... Il reste à savoir quel sera le

degré d'irréversibilité, ou plus vraisemblablement de réversibilité, de ces inflexions stratégiques, et notamment si elles s'avéreraient robustes au démarrage d'une nouvelle phase haussière. Là encore le rapport du CAE exprime sans ambages sa préférence, sur le mode de la prévision qui va de soi – et avec d'ailleurs d'assez bonnes chances d'être vérifiée : « Quoi qu'il en soit, la crise des subprimes va remettre en cause pendant quelque temps (quelques mois ? De toute façon, pas plus de deux ou trois ans) la complexité financière (...) Par delà ce mouvement très naturel de court terme de report vers la simplicité (“*flight to simplicity*”), la complexité financière reprendra assez vite ses droits. »

25

- 16 Contre l'idée des « droits de la complexité financière », la problématique générale de la désescalade et de la désophistication – à titre permanent – nécessiterait bien sûr de poser la vaste question – qui ne peut pas l'être ici – des produits dérivés *en général*, de l'opportunité d'en autoriser encore les transactions ou bien des manières de les encadrer de façon à réduire leurs effets déstabilisateurs. Il faut résister à la tentation d'une formulation du problème en « tout ou rien » à laquelle poussent systématiquement leurs partisans, d'ailleurs pour conclure qu'entre « tout » et « rien » il faut évidemment choisir « tout », en partant de l'argument légitimateur des « nécessités de l'économie réelle », dont les agents demandent des instruments de couverture, pour enchaîner aussitôt sur la « nécessité » suivante, celle d'assurer la liquidité de ces marchés, telle qu'elle requiert la présence de nombreux *market makers* et la standardisation des contrats, pour finir par justifier que ces marchés deviennent presque purement spéculatifs comme en témoigne l'abysmale disproportion des encours rapportés à la production physique (comprise comme donnant un ordre de grandeur des besoins de couverture réelle<sup>26</sup>). Et si vraiment il n'était pas possible pour ainsi dire « d'acheter la finance des produits dérivés par appartements », alors faudrait-il, au moins à titre d'hypothèse de travail considérer à nouveau l'option du « rien » comme une manière de trancher l'alternative précédemment énoncée – la révision des croyances faisant son chemin, il apparaît que cette option est localement sur la table à propos des CDS (voir *supra*), et c'est là un premier pas qui encourage certainement à en faire d'autres.

## 2.2. Une évaluation *ex ante* des innovations financières est-elle possible ?

- 17 Serait-il possible, comme une stratégie intermédiaire entre le quasi-*statu quo* et la voie de la décomplexification sérieuse, d'envisager des procédures de soumission des innovations financières à des contrôles *ex ante*, à l'image de ceux qui se trouvent pratiqués en matière sanitaire ou d'autorisation de mise sur le marché dans le cas du médicament<sup>27</sup> ? L'idée en soi ne manque nullement d'intérêt. On peut cependant être assez pessimiste quant à la possibilité d'une validation *ex ante* de cette nature dont le point faible réside en la métaphore implicite qui la fonde et qui assimile d'une certaine manière le cas de l'innovation financière et celui de l'innovation technique. Or il y a, sinon une pleine objectivité de l'innovation technique – il est parfaitement évident que les progrès technologiques sont des processus chargés de déterminations sociales – mais au moins un « contenu d'objectivité » que l'innovation financière qui est, elle, beaucoup plus profondément sociale, n'a pas. C'est ce « contenu d'objectivité » supérieur qui permet d'envisager des protocoles expérimentaux et probatoires de validation *ex ante* du type de ceux qui sont mis en œuvre dans les secteurs de la pharmacie ou bien de l'industrie agro-

alimentaire – et encore, sans tenir compte des problèmes d’horizons temporels, de l’éventuelle révélation d’effets différés, etc. *A fortiori*, rien de ceci n’est valable pour « tester » de cette manière une innovation financière dont le caractère profondément social a pour conséquence que ses propriétés *se révèlent dans l’usage*, et que ces usages sont fondamentalement indéterminés *ex ante*. Il suffirait, par une expérience de pensée contrefactuelle, d’imaginer une ASIF, Agence de Sécurité des Instruments Financiers, saisie au milieu des années quatre-vingt-dix de l’innovation « titrisation » et de se figurer ce qu’aurait pu être sa probabilité de rejet... C’est qu’il était difficile de prévoir le dérapage violent, déterminé aussi bien par des forces endogènes à la sphère financière que par des contraintes macro-économiques (celles de l’endettement à faire croître pour soutenir la consommation dans un environnement de basse pression salariale), d’une innovation dont les débuts ont été relativement paisibles.

- 18 À cette imprévisibilité, difficilement surmontable, s’en ajoute une autre, liée aux effets fortement endométraboliques<sup>28</sup> de certaines innovations financières. De ce point de vue, il n’y a probablement pas de plus spectaculaire illustration que la titrisation des crédits hypothécaires qui, au fur et à mesure qu’elle prenait de l’ampleur, détruisait ses propres conditions statistiques de possibilité, puisque, comme il est maintenant parfaitement établi, la titrisation, fonctionnant comme défausse bancaire, a conduit à faire entrer dans l’emprunt des ménages de moins en moins solvables, donc à faire bondir les taux de défaut de leurs moyennes historiques, sur la base desquelles étaient calibrés les produits de la finance structurée et reposait crucialement la notation en triple-A des tranches seniors. Dans un ordre d’idée un peu différent, plus institutionnel, mais illustrant tout aussi bien les effets d’endométabolisme tels qu’ils traversent les évolutions financières et les rendent difficilement prévisibles, il est intéressant de noter combien le succès même des *hedge funds* a contribué, inintentionnellement, à modifier leur propre environnement. Leurs remarquables performances ont en effet eu pour conséquence de structurer dans leur périphérie toute une nouvelle industrie de l’intermédiation, notamment les fonds de fonds, drainant vers eux des masses de capitaux toujours plus importantes mais entraînant par le fait une modification de la composition sociale de leur clientèle : non plus seulement les super-riches mais une clientèle plus large accédant aux *hedge funds*, non pas directement bien sûr, mais via ces structures d’intermédiation. Or cette nouvelle clientèle est moins encline à accepter les drastiques conditions de *lock up* sur la base desquelles les *hedge funds* ont d’abord organisé leur latitude stratégique de placement... et auxquelles ils renoncent du fait du pouvoir de négociation des fonds de fonds qui leurs apportent des masses considérables d’encours à gérer et portent leur développement quantitatif<sup>29</sup>. La détente de ces clauses conduit alors en situation de crise à déclencher des mouvements de *redemption* massifs, qui poussent à leur tour les *hedge funds* dans la course à la liquidité et les réalisations de détresse.

### 2.3. L’idéalisme des régulations à base informationnelle et cognitive

- 19 Il ne manque donc pas d’arguments pour abandonner l’idée du contrôle des risques *ex ante* comme de l’appréciation *ex ante* des effets des innovations financières, par conséquent pour imposer aux uns et aux autres des restrictions drastiques, c’est-à-dire, le cas échéant, leur opposer des refus à se développer. Et il n’en manque pas non plus pour renoncer à cette autre illusion en quoi consiste la régulation prudentielle conçue ici comme régulation opérée sur des bases informationnelles et cognitives. Tombent

notamment dans cette catégorie toutes les politiques dites de *disclosure* qui imaginent par exemple « réguler » ainsi les *hedge funds*. Que les *hedge funds* soient notoirement opaques n'est guère contestable – ils le sont jusqu'à leurs propres clients. Qu'on se trouve mieux de connaître leurs comptes que de les ignorer n'est pas non plus très difficile à concéder. Mais qu'une telle contrainte de *disclosure* suffise à modérer leurs comportements, ceux de leurs clients, ou de leurs *prime brokers*, voilà qui est probablement très illusoire. C'est d'ailleurs une illusion à laquelle on pourrait opposer un argument théorique spinoziste qui soulignerait le peu de poids des verdicts de la rationalité sur les affects<sup>30</sup> – et encore l'hypothèse de « verdicts de la rationalité » est-elle très exigeante qui suppose d'abord que les produits de la *disclosure* aient été convenablement construits, puis qu'ils seront convenablement lus et interprétés. À supposer qu'ils le fussent, ce serait encore une tout autre affaire qu'ils déterminassent les agents aux réponses appropriées escomptées des régulateurs, une réponse qui prête à chacun d'entre eux la capacité de résister à l'extraordinaire puissance des forces sociales de la concurrence-cupide – les forces qui affectent les agents *in concreto*. Ces forces ne vont-elles pas parfois jusqu'à annuler toute possibilité d'apprentissage rationnel comme l'a éloquemment montré le cas UBS, mais comme le suggère, plus généralement, et à l'échelle collective, la succession des emballements qui finissent mal<sup>31</sup>. Le contresens des politiques de *disclosure*, et plus généralement des politiques prudentielles, entendues comme des politiques qui définissent des seuils critiques en escomptant des agents des réactions appropriées à l'approche de ces seuils, est donc le contresens qui consiste à penser que les réactions individuelles peuvent contrecarrer les forces d'une *situation*, c'est-à-dire retenir les individus d'aller dans une direction où les poussent pourtant toutes les forces de la situation, et ceci en leur opposant les seules forces cognitives de l'information, de l'interprétation et de la délibération individuelles – l'erreur idéaliste type.

### 3. Reconstruire les structures de la finance

- 20 Si l'on consent, au-delà des reconnaissances purement verbales, et qui n'engagent à rien, à prendre au sérieux l'événement de la crise et sa portée historique, c'est-à-dire à lui apporter une réponse dûment *proportionnée*, il doit être assez évident que les ravaudages de la régulation prudentielle feront difficilement le compte. Par delà ses aspects et ses options techniques, le débat gagne sans doute à ce que ses enjeux soient portés à l'explicite. Ce genre d'explicitation a au moins le mérite de faire apparaître assez rapidement la ligne de partage entre les options respectives de l'arraisonnement véritable et ce qu'on pourrait appeler les stratégies à la Lampedusa dont la finalité ultime est de conservation<sup>32</sup> – de l'innovation financière, des possibilités de profit, même si l'on admet d'en rabattre un peu en ce domaine<sup>33</sup>, c'est-à-dire en définitive du « jeu » dans ses formes essentielles. Bien sûr les tenants de l'approche « Lampedusa » peuvent différer sur l'intensité des ajustements à opérer, mais ils ne s'en trouvent pas moins réunis par l'objectif qu'ils partagent *de facto* comme l'atteste, par un argument *a fortiori*, la position de Michel Aglietta, dont on connaît pourtant les analyses critiques du capitalisme financier<sup>34</sup>, mais qui n'en donne pas moins à ses réflexions et à ses préconisations le sens d'ensemble que « la libéralisation financière ait des chances de se perpétuer »<sup>35</sup>. Mais pourquoi faudrait-il donner à la libéralisation financière « des chances de se perpétuer », et en quoi cette perpétuation constitue-t-elle un objectif économiquement et politiquement désirable ? Telle est bien la question préjudicielle qui fait ligne de partage

et à laquelle les « lampedusistes », si l'on peut les appeler ainsi, apportent systématiquement, par défaut, une réponse positive, comme si d'ailleurs il s'agissait d'une évidence telle que la question n'a pas même lieu d'être – l'autre nom d'un *impensé*. Pas plus qu'à propos des produits dérivés il n'est possible ici d'entrer dans une discussion (encore plus) générale sur le bilan de la globalisation financière, même si les indices commencent à s'accumuler : à l'encontre de sa revendication principale d'offrir un démultiplicateur de croissance, la financiarisation pour beaucoup de pays développés aura été associée à des taux de croissance notoirement inférieurs à ceux de la période « non financiarisée » précédente ; la contribution de l'ouverture des comptes de capitaux au développement des pays émergents n'a rien d'évident (Rodrik, 2006) ; en revanche les effets en termes de polarisation extrême des inégalités par les revenus financiers et de constitution d'une micro-classe de super-riches sont beaucoup mieux établis (Piketty et Saez, 2006 ; Landais, 2007). À défaut d'une analyse qu'il est impossible de conduire ici, on pourrait cependant considérer que l'état de catastrophe ultime au bord duquel la crise a amené, notamment pendant les deux semaines qui ont suivi la faillite de Lehman Brothers, dispense d'une étude coûts-avantages de la financiarisation, ou plutôt lui donne sans coup férir une conclusion écrasante.

- 21 À des degrés divers, les propositions qui suivent tentent de se conformer aux exigences qui naissent de cette mise en perspective et ont, en tout cas, pour point commun de moins réfléchir à des aménagements « à l'intérieur du cadre » qu'à la remise en question du « cadre » lui-même. Elles procèdent également de la logique élémentaire des contreparties, car on se demande si c'est seulement l'urgence d'avoir été entièrement absorbés par l'urgence extrême d'intervenir pendant les « semaines terribles »<sup>36</sup> qui a rendu les gouvernements totalement aveugles aux déséquilibres induits par des packages d'aide unilatérale et inconditionnelle à la finance privée. La méconnaissance des conditions de légitimité<sup>37</sup> d'aides publiques déployées à une telle échelle vers un secteur bancaire dont la profitabilité sans borne avait nourri une arrogance de proportions équivalentes crée un déséquilibre politique dont les effets sont loin d'avoir été tous déployés – même si on en a vu, et de manière ô combien spectaculaire, la manifestation avancée avec le rejet du *Troubled Asset Relief Program* en première lecture à la Chambre des représentants<sup>38</sup>... et l'effondrement boursier qui s'en est aussitôt suivi. Ces considérations politiques de légitimité – qui n'ont pourtant rien de secondaire – mises à part, il faut souligner, d'un point de vue strictement économique, le déséquilibre stratégique également important qu'ouvrent des plans publics pour l'heure tragiquement dépourvus de contreparties<sup>39</sup>. Seules des contreparties, en effet, sont à même de dénouer le dilemme autrement fatal du risque systémique qui ne laisse le choix qu'entre deux mauvaises solutions : soit secourir la finance, mais alors réarmer tous les mécanismes de l'aléa moral et préparer les protagonistes de la finance à en (ab)user de nouveau ; soit ne pas les sauver... au prix du collapsus bancaire généralisé. On ne sort de ce dilemme que par le tiers terme de la conditionnalité – dont on notera à la fois avec quelle aisance les institutions de crédit internationales avaient su l'inventer à l'usage des débiteurs souverains du Sud et quelle mystérieuse incapacité rend impossible d'en retrouver le sens à propos de la finance du Nord. L'impératif sauvetage de la finance est donc inconcevable sans une contrepartie qui ne peut avoir d'autre objectif que d'éviter la reproduction de la situation qui a fait naître le dilemme initial – c'est-à-dire de modifier radicalement les structures de la finance telles qu'elles recréent invariablement ce genre de situation. C'est pourquoi le principe directeur de cette modification doit partir du constat que lorsqu'une



bulle est formée, il est trop tard ! La bulle est vouée à éclater, donc à armer le risque systémique et à manifester la situation d'infériorité stratégique rédhibitoire qui est celle des pouvoirs publics dans leur interaction avec la finance privée en crise – infériorité du prêteur en dernier ressort et du recapitaliseur *contraints*. Si cette séquence « bulle - éclatement - risque systémique - sauvetage forcé » est irrésistible – et elle l'est ! – il s'en déduit que l'objectif stratégique numéro un d'une entreprise de refonte des structures de la finance devrait être ni plus ni moins qu'éviter à tout prix la reformation des bulles, la clause « à tout prix » pouvant presque être lue littéralement, et économiquement, puisqu'il apparaît que « tout prix » sera toujours inférieur au prix des dévastations qui suivent une crise du format de celle d'aujourd'hui<sup>40</sup>.

### 3.1. Comportements et structures de marché

- 22 Le premier « bloc » de propositions vise les comportements et les structures de marché – plus tard il sera question des structures bancaires proprement dites. L'exposé en sera cursif, et forcément lacunaire, puisqu'elles ont été développées plus longuement par ailleurs<sup>41</sup>. Une façon assez simple de les ordonner consiste à les envisager selon une progression micro-, méso-, puis macro-économique.

#### Des bonus « algébriques »

- 23 Au niveau le plus micro-économique, puisque, en dessous même des institutions bancaires séparées, il y a les comportements des opérateurs de marché, l'une des incitations les plus typiques, et les plus néfastes, de la concurrence financière tient aux formules de rémunération et à leur caractère profondément asymétrique qui les biaisent en faveur du risque. En effet, les bonus constatent la rentabilité présente, mais sans prendre en considération son corrélât, à savoir le risque dont, par construction, la matérialisation est différée et, partant, non observable instantanément. Cette asymétrie est inscrite dans le principe même des bonus « standard » qui, comme on sait, sont positifs pendant la bulle, mais simplement nuls (et encore...) pendant la crise. Cette première proposition vise donc à resymétriser cette incitation dissymétrique en imposant que les bonus deviennent négatifs pendant les pertes, par remboursement des bonus antérieurement gagnés, précisément parce que ceux-ci sont issus des profits qui ont fait naître les risques matérialisés dans la crise. Incidemment, on jugera – à nouveau – de la vitesse de l'évolution des esprits à ce fait que pareille proposition qui, au printemps 2008, avait tous les airs de l'aberration « radicale », a fait surface dans le débat public assez rapidement, s'est trouvée discutée dans des publications qui ne passent pas pour compter parmi les ennemis de la finance – il est fait référence ici au *Financial Times* – et, surtout, qu'une banque, UBS, déclare dès novembre 2008 en envisager la mise en place<sup>42</sup>.

#### Détitrisation

- 24 Cette proposition vise l'innovation-phare de la titrisation et suggère que, ses effets ayant maintenant été amplement observés, il est temps d'envisager purement et simplement son interdiction. Le parti pris d'énumération cursive adopté ici<sup>43</sup> n'empêche pas toutefois de faire remarquer que la titrisation est une innovation qui a véritablement pris son essor dans les années quatre-vingt-dix et dont les banques s'étaient fort bien passées auparavant. Il leur faudrait donc une certaine audace pour soutenir que ce qu'elles ont



fait pendant des siècles, à savoir originer des risques-crédits et les porter jusqu'à maturité, elles seraient désormais incapables de le faire – comme si la titrisation était devenue une composante *sine qua non* du métier de banquier. Un contrôle prudentiel de la titrisation, exigeant par exemple des banques de provisionner en capitaux propres les prêts même sortis de leurs bilans, à la façon de ce que pratique le régulateur espagnol, suffirait-il à stabiliser cette innovation ? La chose n'est pas entièrement certaine. En premier lieu cette disposition, pour être vraiment efficace en termes de régulation des volumes de crédit, demanderait à être complétée par un mécanisme de provisions progressives contracycliques (Goodhart et Persaud, 2008) – ce qui est le cas en Espagne. Pour autant, force est de constater que l'économie espagnole n'a pas échappé au surendettement immobilier (Figure 5). Par ailleurs, si ces mécanismes combinés parvenaient malgré tout à exercer de fortes pressions sur les émissions de crédit, quel intérêt resterait-il à la titrisation ? Plus de fonctionnalité macro-économique, puisque, à cette échelle, la titrisation pour produire ses effets de démultiplication du nombre des porteurs de risques de crédit et par suite du volume de ces derniers, avaient besoin de ne pas être encadrée. Beaucoup moins d'intérêt micro-économique puisqu'une bonne partie du profit bancaire venait des *fees* d'arrangement des structures de portage (SPV) et que ce profit est proportionnel au volume des opérations réalisées. Restent, pour les investisseurs institutionnels, des intérêts de diversification et de profitabilité, par le jeu des mécanismes de la finance structurée, mais réduits également par la limitation du volume global. Si, dans ces conditions, la fermeture pure et simple de la titrisation ou son maintien très encadré semblent quasiment sur la courbe d'indifférence, pourquoi choisir nécessairement la première ? Un argument additionnel pourrait être déterminant qui consisterait à remarquer qu'une simple « régulation » est toujours exposée au risque d'être défaire dans l'euphorie d'une nouvelle phase haussière – comme l'a montré, entre autres, le cas de la « réglementation Pickard » (voir *supra*). Pour faire image, on pourrait dire que le puits de potentiel d'une interdiction qui fait *disparaître* une certaine pratique du paysage est plus profond qu'une simple régulation qui tolère le principe moyennant quelques encadrements – dont la relaxation ne représente alors plus qu'un changement de degré, et pas de nature.

### Déleviérisation

- 25 Si le poison violent de la finance libéralisée est l'excès des leviérisations, c'est évidemment en cette matière que la réaction devrait être la plus vigoureuse. Rien n'interdit de limiter réglementairement les leviers d'endettement accordés par les *prime brokers* à leurs clients *hedge funds*. La disparition des banques d'affaires étasuniennes (!) rend sans objet l'idée d'un drastique resserrement de leurs « *net capital rules* » spécifiques (voir *supra*) mais la question de la redéfinition de ratios de leviérisation maximale autorisée pour les banques commerciales reste posée, compte tenu de l'incapacité manifeste des ratios de solvabilité, dans leur définition présente, à avoir empêché quoi que ce soit. La leviérisation de marge entre également de plein droit sous ce chapitre. Ses propriétés déstabilisantes sont extrêmes, et sa contribution aux mécanismes de propagation latérale et d'effondrement cumulatif avérée, comme le prouvent les dynamiques de réalisations de détresse qui suivent de la survenue brutale d'appels de marge importants<sup>44</sup>. Il est très envisageable d'imposer dans les marchés organisés des minima très hauts pour les dépôts de marge – 60% ? 80% ? En tout cas plus que les quelques ridicules pourcents qui sont en vigueur actuellement. Allant plus loin, on ne voit

d'ailleurs pas pourquoi l'hypothèse de l'interdiction de toute levierisation spéculative ne pourrait pas être mise sur la table.

### Reprise du contrôle des marchés organisés

- 26 Poser la question d'une réglementation des dépôts de marge, c'est poser la question des entités en position de l'appliquer. Or les opérateurs des marchés organisés sont privés et, comme tels souverains. On ne voit pas qu'ils acceptent spontanément de se soumettre à des contraintes qui auront pour effet de durcir les conditions dans lesquelles ils réalisent leur chiffre d'affaire et leur profit... La question du contrôle politique des structures matérielles de la finance libéralisée se pose donc inévitablement, dès lors que ces structures sont des lieux pertinents de réglementation. Là encore on ne voit pas ce qui pourrait interdire en principe d'envisager en reprendre le contrôle politique complet, seul à même de créer les conditions de mise en place de réglementations tant soit peu exigeantes. La soumission légale de ces entités est évidemment à considérer, de même que, un cran plus loin, leur éventuelle nationalisation – préférablement sur une base européenne, donc sous un statut encore à inventer, par conséquent au prix de la rupture du lien transatlantique quand il existe, comme c'est le cas pour Euronext-NYSE.

### Fermeture des marchés OTC

- 27 Les marchés OTC sont par construction des lieux « sauvages » où les conditions de transactions sont laissées à la totale discrétion des parties – pour ne rien dire de leur instabilité intrinsèque en l'absence d'une compensation centralisée, comme l'a montré la difficulté à traiter les positions sur CDS dont Lehman faillie était contrepartie. La fermeture de nombreux compartiments de l'OTC et l'obligation de rapatrier dans des marchés organisés les transactions sur des produits dont l'encours a pris de l'importance – le cas notamment des CDS qui ont culminé à 62 trillions de dollars à la fin 2007<sup>45</sup> – devrait être envisagée, évidemment aux conditions des propositions 3 et 4 précédentes. Un premier pas – seulement – est d'ailleurs fait dans cette direction puisque des projets de chambre de compensation sur les CDS ont été lancés dès l'été 2008 conjointement par CME Group et Citadel Investment Group... qui sont des opérateurs privés.

### Une politique monétaire anti-spéculative

- 28 Longtemps encensé comme le sorcier qui parle à l'oreille des marchés, Alan Greenspan est devenu le bouc émissaire de la crise – le plus souvent par brutal retournement de ses admirateurs mêmes... On lui reproche d'avoir créé les conditions permissives de tous les excès spéculatifs par sa politique monétaire de liquidité abondante. Que cette dernière ait objectivement produit un tel effet, la chose n'est pas douteuse – c'est le passage de cet énoncé à celui d'une imputation de « responsabilité » qui est déjà plus fragile, quoique peu surprenant de la part de commentateurs pris dans la matrice intellectuelle de l'individualisme et incapables de penser en termes structuraux la forte part d'endogénéité des politiques économiques<sup>46</sup>. Si effectivement la politique monétaire a été un puissant contributeur à l'alimentation en liquidités de l'activité spéculative, il s'en déduit *a contrario* qu'elle pourrait en être, maniée en sens inverse, un instrument de contention tout aussi puissant. L'objection évidente cependant se manifeste en faisant observer que le resserrement de taux d'intérêt qui pèserait sur les moyens de l'investissement financier produirait par le même fait un resserrement des moyens de

l'activité réelle. C'est là un dilemme extrêmement classique de la politique monétaire qui poursuit des objectifs contradictoires avec un seul instrument. Or on pourrait envisager de dénouer le dilemme en restaurant la parité des objectifs et des instruments, et en instituant un système de taux d'intérêt dédoublés, l'un pour le refinancement des crédits qui ont été dirigés vers les agents de l'économie réelle, l'autre pour le refinancement des crédits dirigés vers les agents de l'économie financière, avec évidemment la possibilité de relever le second à des niveaux meurtriers tout en maintenant le premier au niveau jugé optimal pour la croissance et l'emploi<sup>47</sup>.

### 3.2. La question d'une nationalisation à grande échelle du système bancaire

- 29 Ces propositions ont en commun de ne prendre pour objet que les comportements et les structures de marché. Or le caractère paroxystique de la crise, tel qu'il a été manifesté à partir de l'automne 2008 (en fait à partir de la faillite de Lehman), oblige à des mises en cause bien plus radicales<sup>48</sup>, notamment du fait de l'énormité de la faillite bancaire – où le mot « faillite » n'est pas à comprendre en son sens technique mais plutôt comme manquement généralisé à une obligation de prudence dont la remise des dépôts et des épargnes est le corrélat implicite. C'est pourquoi, à l'expérience d'événements aussi extrêmes, il est difficile de ne pas en venir à questionner *les structures bancaires mêmes*, et notamment de ne pas travailler l'hypothèse de leur nationalisation.
- 30 Il n'est pas utile, là encore, de revenir sur les spectaculaires renversements doctrinaux qui s'opèrent à la faveur de la crise, et en particulier sur celui qui aura conduit à rendre à nouveau légitime une idée absolument disqualifiée quelques mois auparavant. Mais forcés par les événements à l'envisager contre tout ce qu'ils avaient défendu pendant deux décennies, les gouvernements et les représentants de l'expertise dominante<sup>49</sup> s'efforcent autant qu'ils le peuvent de l'édulcorer par le rappel incessant des clauses « partielle » et « temporaire ». Or il y a des arguments assez forts à opposer à chacune d'elles.
- 31 Le premier est conjoncturel et tient aux déconvenues, pourtant prévisibles, enregistrées par les gouvernements, tout particulièrement le gouvernement français, en matière de reprise du crédit bancaire à la suite de l'injection des fonds publics. Au moins le gouvernement britannique a-t-il décidé d'intervenir en fonds propres, là où son homologue français a fait le choix de la dette subordonnée, réglementairement assimilable à des fonds propres pour le calcul de la base du ratio Tier-1<sup>50</sup>, mais ne conférant aucun droit de vote, donc aucune capacité d'influence stratégique au sein des banques recapitalisées. Indépendamment de cette carence, il est vrai que la reprise du crédit rencontre un problème de coordination typique puisqu'il est rationnel pour chaque banque isolément de restreindre la progression de ses encours dans une conjoncture d'ensemble extraordinairement adverse, que son effort « volontariste » propre ne suffit évidemment pas à modifier, et qui porte par conséquent le risque de voir ses nouveaux crédits se transformer en futures mauvaises créances. Il n'est qu'un moyen de surmonter cet obstacle : la coordination par une main visible. Dénouer le « refus » – rationnel – de crédit appelle donc une action coordonnée à l'échelle de *tout* le secteur bancaire et, l'injonction ayant en cette matière suffisamment démontré ses insuffisances, on ne voit pas que ceci puisse être fait sous une autre forme que la prise des commandes en direct, soit la nationalisation à *grande échelle*.

- 32 Au-delà des nécessités de la conjoncture, il y a aussi des arguments de principe en faveur de la nationalisation. Le premier part de ce constat – qui a nécessité une crise d’une gravité extrême pour en faire retrouver l’acuité émoussée par la routine des temps ordinaires – que les dépôts à vue, les épargnes et des possibilités minimales de crédit sont des biens publics vitaux pour la société marchande. La sécurité des encaisses et des avances est ce sans quoi aucune activité économique n’est possible, et ce dont la disparition entraîne *ipso facto* l’effondrement de l’économie dans son ensemble. L’argument de principe s’en déduit immédiatement : on ne confie pas un bien public vital à des intérêts privés, particulièrement quand ils sont aussi mal éclairés que ceux d’institutions financières contaminées à cœur par l’instabilité intrinsèque des marchés de capitaux libéralisés. L’argument se confirme de lui-même à partir de l’idée supplémentaire qu’une structure vitale pour la société doit être agencée pour résister non pas seulement aux contraintes des temps ordinaires, mais aux événements extrêmes. Pour faire image, il y aurait une comparaison pertinente à établir avec la problématique de la sécurité nucléaire dont les équipements répondent à des principes de dimensionnement semblables, et que leurs enjeux propres distinguent des équipements « ordinaires » : s’il est rationnel de calibrer, par exemple, une autoroute, non d’après les pics de trafic d’été mais sur la base d’une moyenne qualifiée, il est en revanche impératif de dimensionner l’enceinte de confinement d’un réacteur nucléaire non d’après une certaine moyenne des objets chéant, mais sur la base de l’hypothèse de l’écrasement d’un avion qui, si improbable soit-elle, doit néanmoins être prise en compte du fait des incalculables dommages qui pourraient en résulter. En matière bancaire-financière, le principe du « dimensionnement par les événements extrêmes » a de la chance : la crise vient de lui fournir un banc d’essai idéal. L’événement extrême a parlé et il a imposé ses réquisits : il a fallu nationaliser – une ironie particulière veut que ce soit des gouvernements conservateurs qui y aient été forcés. Le réquisit de la nationalisation, dégagé sur une base quasi expérimentale (!), s’impose donc comme configuration permanente, puisque la seule capable d’empêcher l’écroulement du système bancaire-financier en situation de stress exceptionnel – la situation qui fait *criterium*.
- 33 Cependant la nationalisation ne produit pas d’elle-même ses conditions de viabilité et le cas du Crédit lyonnais, par exemple, a montré que la tutelle publique n’était pas en soi suffisamment puissante pour contenir les dérives qui résultent de la concurrence avec le privé, d’abord du fait de l’effilochage idéologique des spécificités d’un secteur public auquel, depuis 1984, l’État a remis de fait pour seule mission de faire du profit... à l’exacte image du secteur privé<sup>51</sup>, mais surtout sous l’effet de l’intensité des pressions concurrentielles qui émanent d’un univers de profitabilité exceptionnelle, comme la finance, dont nul ne peut escompter qu’il inclinera les opérateurs, fussent-ils publics, à la modération. Incidemment, l’argument, conduit à son terme, plaide pour une limitation de la cohabitation des entités publiques et privées, et ajoute au plaidoyer en faveur, sinon d’une nationalisation intégrale, du moins d’un secteur public très majoritaire.

### 3.3. Pour un système socialisé du crédit

- 34 Pour autant, la nationalisation à grande échelle se heurte à une réserve sérieuse. Michel Aglietta et André Orléan (1982) ont montré en matière de système bancaire la nécessité d’établir un compromis institutionnalisé entre les modèles purs de la centralisation et du fractionnement. La configuration fractionnée pure est celle qui remet intégralement la

création monétaire à des émetteurs strictement privés, dont la seule coordination est fournie par l'épreuve de la convertibilité de marché entre monnaies idiosyncratiques. Telle n'est assurément pas la configuration dans laquelle nous nous trouvons, même s'il est indéniable que celle-ci aura manifesté à une échelle encore jamais vue les tares de la délégation/concession monétaire privée, particulièrement quand les concessionnaires sont très fortement impliqués dans les marchés de capitaux et en importent les tendances déstabilisantes. C'est bien la raison pour laquelle, d'ailleurs, le compromis institutionnalisé bancaire devrait refaire mouvement en direction du pôle centralisé. Mais jusqu'où et de quelle manière ? Le modèle centralisé pur a les inconvénients de ses avantages, et en particulier celui de remettre le contrôle direct de l'émission monétaire à un agent qui y est directement intéressé : l'État. Or la violence du désir de monnaie<sup>52</sup> est telle qu'il ne faut en escompter aucune régulation interne. C'est pourquoi un « pôle public unifié du crédit » est toujours génériquement exposé au risque de se transformer en quelque sorte en « émetteur pour compte propre ». On sait combien les critères de la sélectivité économique qui doivent normalement orienter l'activité bancaire, peuvent se trouver évincés par des critères de sélectivité politique, avec les risques de surendettement ou de mauvaises créances qui vont avec<sup>53</sup>. On sait aussi combien peut être forte la tentation d'apporter des règlements purement monétaires à des conflits qui n'ont pas pu être arbitrés politiquement, ceci d'autant plus que l'État est, par construction, le lieu où s'opère la totalisation de ces conflits. Aussi la nationalisation – entendue *stricto sensu* comme prise de contrôle étatique – qui s'impose dans l'urgence devrait-elle à terme muter vers la restauration d'un compromis entre centralisation et fractionnement, mais sous une forme qui évidemment ne se contente pas de reconstituer le système antérieur (!), c'est-à-dire sous une forme qui refractionne le système bancaire mais en redéfinissant radicalement le statut des concessionnaires de l'émission monétaire.

- 35 « Refractionner » signifie reconnaître, ou maintenir, le principe de la concession *et* de l'autonomie opérationnelle des concessionnaires. Quant à la « redéfinition de leur statut », elle pourrait avoir pour sens de placer explicitement la concession monétaire sous un principe de service public, comme il convient si l'on prend au sérieux l'idée précédente que dépôts et épargnes sont constitutifs d'un bien public vital. Cette redéfinition pourrait alors être opérée sous l'esquisse de cahier des charges suivante :
- 36 1. Les concessionnaires ne sauraient être des sociétés privées par actions, en raison même de leur mission de service public.
- 37 2. Ni entités actionnariales privées, ni entités publiques sous le contrôle direct de l'État, les concessionnaires devraient être des organisations, sinon non profitables, du moins à profitabilité encadrée et limitée. Existe-t-il dans le répertoire des formes juridiques disponibles de quoi habiller adéquatement ce type de *going concern* pour parler comme Commons<sup>54</sup> ? Si ça n'est pas le cas, rien n'interdit de faire preuve d'un peu de créativité juridique pour inventer un statut intermédiaire *sui generis* entre sociétés de capitaux et établissements publics et qui ne soit ni de simples associations ni des ONG, etc.
- 38 3. Quel serait le but de ce statut *ad hoc* et, en particulier, pourquoi ne pas puiser dans le sous-répertoire des établissements publics ? Une fois encore, la réponse tourne autour des problèmes posés par un contrôle étatique *direct*, c'est-à-dire à médiations trop courtes. Or il est d'autres façons de donner corps à l'idée que le crédit *bien public* appelle une tutelle de même nature. Dans un mouvement qui demeure conforme à ce réquisit, mais dépasse l'étatisé par le socialisé, cette tutelle pourrait prendre la forme d'un contrôle local, par les parties prenantes : salariés, entreprises, associations diverses,

notamment de consommateurs, collectivités locales, représentants de l'État, etc. Pas davantage qu'une autre cependant, cette forme de contrôle n'échappe à la question de la « bonne » longueur des médiations – thème central de *La violence de la monnaie* – cette fois-ci envisagée à l'intérieur même de l'organisation, du *going concern* concessionnaire. Par application *mutatis mutandis* de l'argument précédemment opposé au pôle public unifié du crédit, il ne saurait être question que les parties prenantes, directement intéressées à l'émission de crédits, siègent dans les comités d'engagement, mais seulement dans des instances plus éloignées, moins opérationnelles, mais néanmoins dotées d'un pouvoir réel de correction de trajectoire<sup>55</sup>.

- 39 Tout ceci n'est pas sans faire penser au modèle mutualiste, mais évidemment avec de sensibles différences – notamment la circonscription des parties prenantes et, sans doute, la « quantité de pouvoir » qui leur serait accordée – et surtout avant son formidable dévoiement par la finance de marché<sup>56</sup>. En tout cas : 1) la multiplicité et l'autonomie opérationnelle des concessionnaires de l'émission monétaire ; 2) leur soustraction au secteur privé profitable aussi bien qu'au contrôle étatique direct et leur placement sous un statut redéfini de service public ; 3) un contrôle réel par les parties prenantes, du niveau local au niveau « groupe », mais moyennant des médiations suffisamment allongées, sont les trois caractéristiques principales qui définissent, non plus un pôle étatique unifié du crédit, mais ce qui pourrait être appelé un *système socialisé du crédit*. Or, en matière bancaire, ce genre de structure, notamment par son caractère non-actionnarial, fait émerger rapidement la question des fonds propres et de la solvabilité. Certes ces banques « sociales » ou « socialisées » pourraient émettre de la dette de long terme, mais en aucun cas des actions. L'État, par ses finances publiques, aurait-il les moyens d'être l'unique fournisseur de ressources permanentes pour la totalité de ce secteur bancaire social ? – Sachant, par parenthèses, que, à supposer que ce puisse être le cas, ce statut d'unique apporteur de fonds propres ne lui donnerait, par construction juridique, aucune souveraineté ou aucune hégémonie décisionnelle : il s'agit d'envisager ici un « monde » où les rapports de pouvoir économiques, les rapports de « gouvernance » si l'on veut, sont reconstruits sur des bases entièrement nouvelles et, plus précisément, entièrement politiques, c'est-à-dire entièrement désindexées des rapports économiques, et notamment des rapports de participation financière. Dans ce « monde »-là, la capacité politique au sein des institutions économiques n'est plus mesurée à la capacité patrimoniale, et la participation délibérative n'est plus liée à l'investissement capitalistique.
- 40 En tout état de cause, faire de l'État l'unique apporteur de fonds propres pour la totalité du système bancaire pourrait s'avérer difficilement supportable pour les finances publiques, à plus forte raison si la transition était brutale. La question de la solvabilité bancaire, dans ces conditions, ne reste pas pour autant sans solution. Car l'État pourrait consentir un apport qui y réponde, mais un apport d'une autre nature que des fonds propres : l'apport *de sa garantie*. En réalité, il est bien possible de considérer que cette garantie est fonctionnellement équivalente à un apport de fonds propres *mais non tirés*. Et plus précisément encore : à une garantie de fonds propres non tirés mais à *tirage certain en cas de besoin*. Cet apport de fonds propres contingents – mais à tirage certain quand l'élément de contingence est matérialisé, c'est-à-dire quand survient un « événement de solvabilité »<sup>57</sup> – a exactement les mêmes propriétés qu'un apport de fonds propres ferme *ex ante*... mais avec une remarquable économie pour les finances publiques.



- 41 Est-il raisonnable d'adosser ainsi en totalité ce secteur bancaire socialisé à la garantie de l'État ? Oui, à partir du moment où ce secteur bancaire opère dans les conditions qui viennent d'être indiquées, à savoir des banques non privées, à profitabilité limitées, réglementairement tenues à distance des activités de marché, lesquelles auront elles-mêmes vu leur échelle sensiblement réduite. Il faut insister sur la force du plafonnement réglementaire du profit, seule capable de s'opposer avec quelque chance de succès à la force autrement irrésistible de la concurrence-cupide, cet élan vers un profit *indéfiniment* plus élevé. Et, de fait, la question de la solvabilité ne se pose jamais que lorsque cet élan pour le profit privé finit par faire prendre des risques hors de toute maîtrise... ou bien dans le cas polaire opposé où l'État commande à un secteur bancaire entièrement sous sa coupe un surplus d'émission incompatible avec les contraintes micro- ou macro-économiques du moment. Or, précisément, la structure même du système socialisé du crédit le tient à distance de ces deux dérives symétriques et maintient la probabilité d'occurrence des « événements de solvabilité » à des niveaux très bas.
- 42 N'y a-t-il pas alors le risque exactement inverse d'une attrition du crédit, du fait de la disparition des incitations de la concurrence et du profit ? Là encore, l'agencement des structures politiques du système socialisé du crédit rend ce biais peu probable dès lors que les parties prenantes intéressées au crédit y ont toute leur place... et que leur influence s'exerce sous des médiations de « longueur optimale », c'est-à-dire ni de trop près – aux commandes directes des engagements –, ni de trop loin – par exemple dans des structures purement consultatives et sans effets concrets, ou bien avec des effets à temporalité trop différée –, ou, pour le dire autrement, dès lors qu'on ne leur accorde ni tout... ni rien.
- 43 Indépendamment de la forme détaillée que pourraient concrètement prendre ces structures politiques du crédit, il est une question latérale, à laquelle pourtant beaucoup demeure conditionné. Car les recettes des constructions institutionnelles réussies supposent la plupart du temps des ingrédients moins visibles ou plus évanescents – on aura reconnu, si l'on veut, les institutions informelles de North (1990). Normes sociales, configuration des habitus, dévolutions, ou non, de « légitimité », comptent parmi ces éléments moins saisissables et moins maîtrisables des constructions institutionnelles, inaperçus « en régime » par le recouvrement de l'habitude, mais pourtant décisifs à leur « bon fonctionnement »<sup>58</sup>... et souvent redécouverts, mais trop tard, pour avoir été « omis » par des tentatives d'ingénieries institutionnelles ignorantes sous ce rapport<sup>59</sup>. L'éventuelle création d'un système socialisé du crédit n'échappe pas à semblable avertissement qui, en l'occurrence attire l'attention sur cette « variable cachée » des mécanismes du crédit en quoi consiste l'*ethos* bancaire. Comme l'a montré le cas de la transition russe, où il était *ex ante* notoirement absent (!), son défaut a conduit des structures bancaires formellement mises aux normes « de marché » à ne pas du tout fonctionner comme il l'était attendu, et notamment à ne pas soutenir une offre de crédit « classique » faute de l'existence de toute « culture » du métier de la banque, c'est-à-dire de l'analyse financière et de la sélection des risques, de l'accompagnement de moyen-long terme des débiteurs industriels, etc. (Sapir, 1999) – par défaut de quoi les néo-banquiers russes se sont d'abord rendus au plus facile de la finance, à savoir l'évasion de capitaux et la spéculation. Quoique en de tout autres termes, c'est bien formellement un problème similaire que rencontre l'institution d'un système socialisé du crédit, notamment du double fait de la soustraction au secteur privé actionnarial et de l'encadrement de la profitabilité. Car il faut imaginer un banquier mû par d'autres ressorts que la séculaire



recherche du profit financier ! Et il est vrai que l'équation n'a pas de solution immédiate... Ce serait trop céder au pessimisme que de la dire définitivement insoluble : il existe bien des secteurs de la division du travail – ceux du secteur public *lato sensu* – où les mobiles pécuniaires ne sont pas déterminants mais dominés par des configurations conatives d'une autre nature. Mais comment transplanter dans un certain univers, ou faire émerger en son sein, un nouvel *ethos* qui lui est originellement totalement étranger ? C'est là une question qui dépasse le champ de ce travail, mais n'en devait pas moins être impérativement posée.

## 4. Conclusion : (En finir avec) les regrets de l'autocensure

- 44 Ce n'est sans doute pas céder à l'exagération que de dire dès maintenant, et même sans le recul du temps, que les événements financiers ouverts à l'été 2007, mais précipités à l'automne 2008, comptent parmi ceux qu'on ne vit pas deux fois. Il suffit pour en juger de considérer les mesures inouïes que les pouvoirs publics ont été amenés à prendre, particulièrement aux États-Unis. Nationalisations « flash », programmes de prêts de la banque centrale sans précédent, par les volumes, les collatéraux admissibles et surtout la nature des agents soudainement devenus éligibles au refinancement, mobilisation de procédés financiers hors norme, depuis les montants de déficits publics envisagés jusqu'à l'évocation de la possibilité que la Réserve fédérale se refinance elle-même sur les marchés en émettant de la dette propre : il y a là dix fois de quoi faire s'évanouir l'« expert » modal de politique économique à qui on aurait soumis pareilles idées début 2007. La remarque n'est pas qu'anecdotique : elle a le pouvoir de révéler l'inertie des formes de pensées, mais aussi la rapidité sauvage de certaines révisions qui, ignorantes du principe de non-contradiction (personnelle), ou bien de reconnaissance des erreurs passées, épousent presque instantanément ce qu'elles avaient rejeté dans la malédiction des décennies durant. Et elle en dit long également, mais *a contrario*, sur la pesanteur, pourtant inconsciente, sauf *post festum*, des mécanismes d'auto-censure, individuelle et collective, et de la difficulté qui en résulte à modifier le tracé, jamais explicité et pourtant connu de tous, de la frontière qui sépare le pensable de l'impensable – c'est-à-dire de l'interdit de penser –, des questions qui qualifient et de celles qui disqualifient, à l'image par exemple de celle qui interroge le devenir du capitalisme, et la possibilité d'en sortir. Faire cette évocation n'est pas apporter une réponse – il y a bien des raisons de penser que cette issue n'est pas à l'ordre du jour – mais indiquer tout ce qui pèse sur la simple possibilité d'évoquer une possibilité. Il n'est pas un économiste, quelle que soit sa position dans le champ, qui puisse revendiquer d'en être indemne, et il faut des événements pareils, avec tous leurs effets de libération de la parole, pour faire prendre conscience rétrospectivement du degré auquel on s'est soi-même empêché, ou bien, pour certains, auquel on a lentement dérivé. Force est de reconnaître que le bilan *collectif* des économistes de la Régulation, sur le papier plus critiques que d'autres, mérite d'être revisité à cette aune. Il n'y aura bientôt plus que des archivistes pour se souvenir que, parmi les travaux pionniers, il s'en trouvait qui n'hésitaient pas à conclure sur « la recherche d'une solution non capitaliste [qui] désigne une ambition toujours d'actualité »<sup>60</sup>. C'était en 1978, et pour les trente ans qui ont suivi la question, qu'il incombaît au collectif régulationniste peut-être plus qu'à d'autres de faire vivre, a totalement disparu de tout programme de recherche... Tous les malheurs historiques ne sont heureusement

pas voués à être *entièrement* négatifs. Si la crise d'abord financière, ensuite économique<sup>61</sup>, s'annonce d'un coût social exorbitant, elle aura au moins eu la vertu de produire un choc sans pareil dans le régime des idées. Et peut-être celle de nous offrir un nouveau partage de l'imaginable.

## Figures

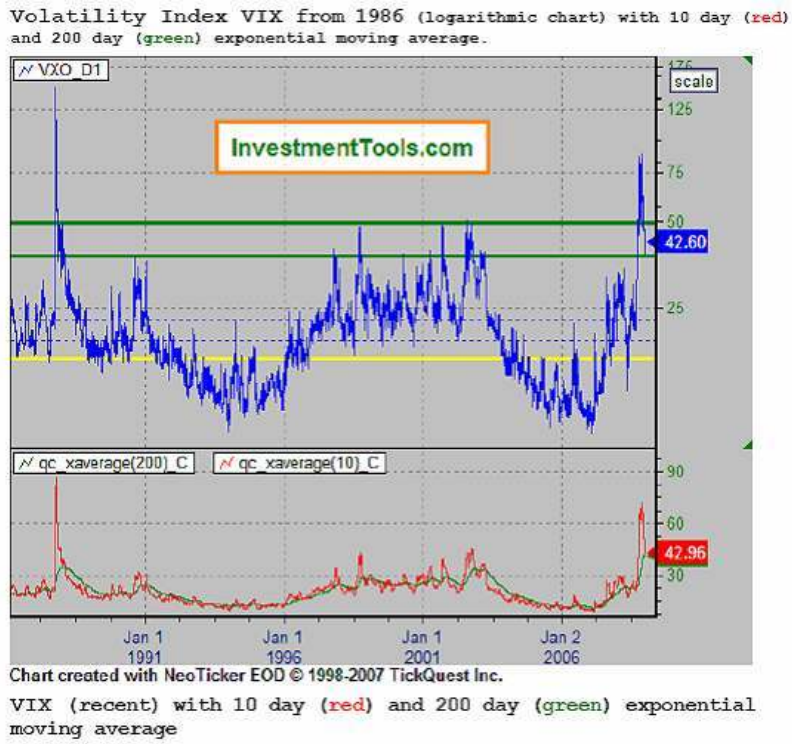
Figure 1



Figure 2

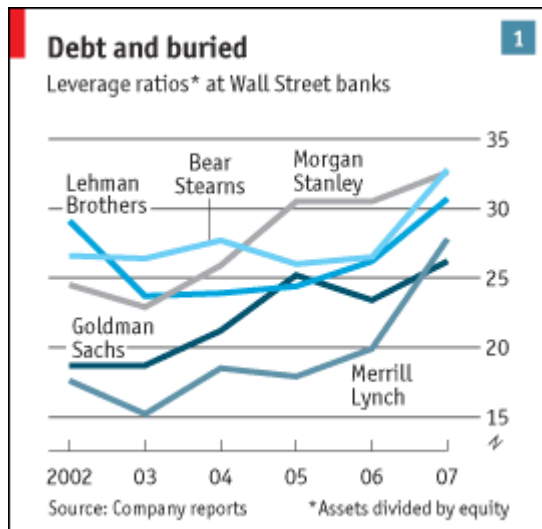


Figure 3



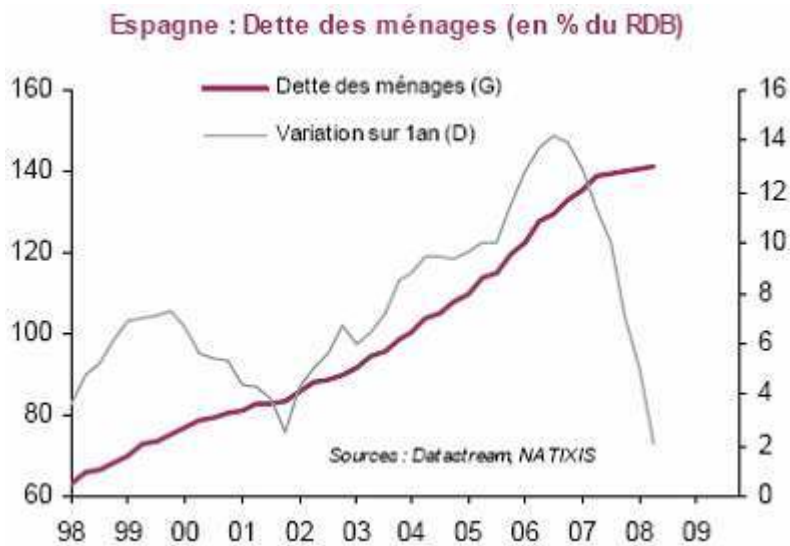
Source : InvestmentTools.com

Figure 4



Source : The Economist

Figure 5



## BIBLIOGRAPHIE

- Acrimed (2008), « Une critique des médias paranoïaques et sacrilège ? », <http://www.acrimed.org/article2998.html>
- Aglietta M. (2008), « Comprendre la crise du crédit structuré », *Lettre du CEPII*, n° 275, février.
- Aglietta M., Berrebi Laurent (2007), *Désordres dans le capitalisme mondial*, Paris, Odile Jacob.
- Aglietta M., Orléan A. (1982), *La violence de la monnaie*, Paris, PUF.
- Aglietta M., Rebérioux A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel.
- Artus P. (dir.) (2008), *La crise financière. Causes, effets et réformes nécessaires*, Paris, PUF, coll. « Cahiers du Cercle des économistes ».
- Artus P., Betbèze J.-P., de Boissieu C., Capelle-Blanchard G. (2008), *La crise des subprimes*, Rapport CAE n° 78, La Documentation française, septembre.
- Boyer R. (2002), *La croissance début de siècle. De l'octet au gène*, Paris, Albin Michel.
- Boyer R. (2008), « Une crise tant attendue », *Prisme* n° 13, Centre Cournot pour la recherche en économie.
- Boyer R., Mistral J. (1978), *Accumulation, inflation et crises*, Paris, PUF.
- Boyer R., Saillard Y. (2002), *Théorie de la régulation. L'état des savoirs*, Paris, La Découverte, 2<sup>e</sup> édition.
- Creswell J., White B. (2008), « Wall Street RIP: the end of an era, even at Goldman », *New York Times*, 28 septembre.

- Dizard J. (2008), “Put the CDS market out of its misery”, *Financial Times*, 9 décembre.
- Goodhart C., Persaud A. (2008), “How to avoid the next crash”, *Financial Times*, 30 janvier.
- Hughes C., Thal Larsen P., Simonian H., (2008), “Corroded to the core: How a staid swiss bank let ambitions led it into folly”, *Financial Times*, 20 avril.
- Jacquillat B. (dir.) (2008), *Hedge funds, private equity, marchés financiers : les frères ennemis ?*, Paris, PUF, coll. « Cahiers du Cercle des économistes ».
- Landais C. (2007), « Les hauts revenus en France (1998-2006) : une explosion des inégalités ? », document de l'École d'économie de Paris, juin.
- Landier A. (2008), « L'Amérique court le risque d'une dérive protectionniste », *Le Monde*, 5 novembre.
- Lordon F. (1993), *Irrégularités des trajectoires de croissance, évolutions et dynamiques non-linéaires. Pour une schématisation de l'endométabolisme*, thèse EHESS.
- Lordon F. (2003), « Conatus et institutions », *L'Année de la Régulation*, vol. 7, La Découverte.
- Lordon F. (2007), « La légitimité n'existe pas. Éléments pour une théorie des institutions sociales », in Rousseau, *philosophie et économie*, Cahiers d'économie politique, n° 53, décembre.
- Lordon F. (2008), *Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières*, Paris, Raisons d'agir.
- Lordon F. (2009), *La crise de trop. Reconstruction d'un monde failli*, Fayard (à paraître, mai).
- Lordon F., Orléan A. (2008), « Genèse de l'État et genèse de la monnaie : le modèle de la *potentia multitudinis* », in Y. Citton et F. Lordon (dir.), *Spinoza et les sciences sociales. De la puissance de la multitude à l'économie des affects*, Paris, éditions Amsterdam, coll. « Cauter ! ».
- McKinsey Global Institute (2007), *The new power brokers : how oil, Asia, hedge funds and private equity are shaping global capital markets, 4. Hedge funds: from mavericks to mainstream*, McKinsey & Company.
- Montagne S. (2006), *Fonds de pension. Entre protection sociale et spéculation financière*, Paris, Odile Jacob.
- Morin F. (2006), *Le nouveau mur de l'argent. Essai sur la finance globalisée*, Paris, Seuil.
- North D. (1990), *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge University Press.
- Orléan A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.
- Orléan A. (2004), « Efficience, finance comportementale et convention : une synthèse théorique », in R. Boyer, M. Dehove et D. Plihon (dir.) (2004), *Les crises financières*, Rapport du CAE n° 50, Paris, La Documentation française.
- Orléan A. (2005), « Réflexions sur l'hypothèse d'objectivité de la valeur fondamentale dans la théorie financière moderne », in D. Bourghelle, O. Brandouy, R. Gilletet, A. Orléan (dir.), *Croyances, représentations collectives et conventions financières*, Paris, Economica.
- Orléan A. (2008), « La notion de valeur fondamentale est-elle indispensable à la théorie financière ? », *Regards croisés sur l'économie. Comprendre la finance contemporaine*, vol. 3, mars.
- Ould-Ahmed P. (2008), « Transformations bancaires et mobilité des élites », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, n° 175.
- Piketty T., Saez E. (2006), “The evolution of top income: a historical and international perspective”, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, (96)2.

Pittman M., Ivry B. (2008), "U.S. Pledges top \$7.7 trillion to ease frozen credit", Bloomberg, 24 novembre.

Sapir J. (1999), *Le krach russe*, Paris, La Découverte.

Théret B. (2002), « Saisir les faits économiques. Une lecture structuraliste génétique de la méthode de Commons », Document de Travail de la Régulation n° 2002-1.

## NOTES

1. In Artus et alii (2008), p. 129, c'est moi qui souligne. Je prends le risque d'attribuer conjecturalement ces formulations à Christian de Boissieu, qui n'est que l'un des co-auteurs du rapport CAE (n° 78), car on trouve ailleurs (Jacquillat, 2008) un appel à « ne pas se précipiter » formulé dans des termes presque identiques sous sa seule plume.
2. Landier (2008).
3. Pour reprendre le titre de couverture de *The Economist*, 2 octobre 2008.
4. Le G20 tenu le 2 avril 2009 à Londres n'offre hélas rien qui puisse contredire cette intuition, l'essentiel des dispositions de rerégulation financière ayant été délégué au FSF (*Financial Stability Forum*) rebaptisé FSM (*Financial Stability Board*) qui se présente certes comme un embryon de superviseur international, mais pour l'heure engagé sur des voies très modérées de régulation (provisions contra-cycliques et réglementation très douce des rémunérations des opérateurs), et surtout absolument dépourvu de tout pouvoir d'*enforcement*.
5. Quoique tout à fait parcellaires quelques indications de ROE glanées dans les rapports d'activité du CAC 40 pour l'année 2007, il est vrai de haute profitabilité, suffisent à indiquer que la valeur de 15%, ou pour ne pas tomber dans le fétichisme du nombre, les valeurs à deux chiffres, n'ont rien d'une légende : Danone, 19,7% ; Air Liquide, 12,3% ; Vinci, 18,7% ; et bien sûr Total, 31%...
6. Audition devant le *Committee of Government Oversight and Reform* de la Chambre des représentants, 23 octobre 2008.
7. "Those of us who have looked to the self-interest of lending institutions to protect shareholder equity (myself especially) are in state of shocked disbelief", Testimony of Dr. Alan Greenspan, *Committee of Government Oversight and Reform*, 23 octobre 2008.
8. Orléan (1999).
9. Chris Hughes, Peter Thal Larsen, Haig Simonian, "Corroded to the core: How a staid swiss bank let ambitions led it into folly", *Financial Times*, 20 avril 2008.
10. Tenue le 28 avril 2004. La décision a été enregistrée au *Federal Register*, vol. 69, n° 118, p. 34428-34471.
11. Voir Lordon (2003).
12. Je me permets de renvoyer à Lordon (2008), chapitre 2.
13. Il est utile de souligner que l'idée d'un « déplacement de la courbe rendement-risque » ne fait sens que dans le référentiel théorique de la finance néoclassique. Car en toute rigueur, on pourrait opposer à la notion de courbe rendement-risque des arguments immédiatement dérivés de ceux du « probabilisme immanent » qui ont été mobilisés pour faire la critique des approches de la VaR : il n'y a pas de courbe rendement-risque objective, cette « courbe » n'est que le produit immanent, à un instant donné, ou pour une période donnée, de la composition des appréciations combinées de prix et de variance portées par les opérateurs sur les divers actifs. Aussi les éventuelles translations de cette « courbe » ne font-elles qu'exprimer les déplacements de ces évaluations collectives.
14. L'expression de « finance autoréférentielle » est empruntée à André Orléan (2004).

15. Bien nommée du point de vue de ses effets sociaux et symboliques, mais évidemment mal nommée du point de vue de sa réalité objective (voir Boyer, 2002).
16. Il faudrait une sociologie de la recherche en économie financière pour avoir le fin mot de cette sorte de radicalisme académique, et notamment une analyse des liens étroits qui unissent chercheurs-professeurs et praticiens de la finance. À ce sujet voir quelques éléments dans Lordon (2008), *op. cit.*, chapitre 2.
17. CNBC, 10 avril 2008.
18. John Dizard, "Put the CDS market out of its misery", *Financial Times*, 9 décembre 2008.
19. *La crise des subprimes*, Rapport CAE, n° 78, La Documentation française, 2008, p. 120-121, c'est moi qui souligne.
20. À l'image du titre de l'une des sous-sections du rapport CAE : « Adapter le rating à la complexité financière », in Artus et alii (2008), p. 121.
21. Natixis, communiqué de presse, 19 décembre 2008.
22. *Id.*, c'est moi qui souligne.
23. *Ibid.*
24. *Financial Times*, 14 janvier 2009.
25. Artus et alii (2008), p. 121.
26. L'International Swap and Derivatives Association (ISDA) indique pour 2007 un encours total des produits dérivés (toutes catégories confondues) de 676 trillions de dollars, à rapporter à un PIB mondial de 43 trillions de dollars. On peut se référer également aux estimations faites par François Morin (2006).
27. Pour une proposition de cet ordre, voir par exemple Boyer (2008).
28. Lordon (1993), voir également Boyer et Saillard (2002), glossaire, p. 560-561.
29. La part des fonds de fonds dans les encours sous gestion des *hedge funds* oscille entre 25 et 30% depuis 2002 à partir d'une part de 14% en 1997, McKinsey Global Institute (2007).
30. D'après *Éthique*, IV, 14.
31. Pour mémoire, on rappellera la série des « accidents de marché » qui a scandé la déréglementation financière depuis son lancement au milieu des années quatre-vingt : krach boursier de 1987, crise immobilière et des *Saving&Loans* de 1989-1991, crise du SME de 1992 (qui sans être à proprement parler une crise financière – c'est une crise de change – n'en est pas moins une crise de marché de capitaux déréglementés), répétition de 1993, krach obligataire étasunien et crise des *Tesobonos* mexicains en 1994, crise financière internationale de 1997, réplique de 1998, éclatement de la bulle Internet en 2000-2002, enfin crise des subprimes à partir de 2007.
32. De ce point de vue, et sans méconnaître sa diversité interne (limitée tout de même), on se fera une idée de cette position à la tonalité générale qui se dégage des ouvrages publiés par le Cercle des économistes (Jacquillat, 2008 ; Artus, 2008).
33. Ainsi la disparition de toutes les banques d'affaire étasuniennes, ou plus exactement leur mutation, par absorption ou changement de statut, en banques de dépôts, entraîne un durcissement de leur cadre régulateur, puisque leur superviseur n'est plus la SEC mais la Réserve fédérale, d'où résulteront des baisses de ROE. Mais de combien ? La suite des événements le dira, mais il est intéressant d'avoir l'avis des principaux intéressés dont les anticipations donnent une idée des renoncements qu'ils sont prêts à consentir en cette matière. Ainsi, au lendemain de la transformation de Goldman Sachs en *regulated bank*, un de ses responsables laisse entendre qu'il demeure à l'ordre du jour de poursuivre un ROE global de l'ordre de 20% (Creswell et White, 2008)...
34. Voir Aglietta et Rebérioux (2004), Aglietta et Berrebi (2007).
35. Michel Aglietta conclut en effet ainsi : « De la responsabilité à tous les niveaux doit être regagnée pour que la libéralisation financière ait des chances de se perpétuer » (Aglietta, 2008, p. 4).



36. Schématiquement du 15 septembre, date de l'annonce de la faillite de Lehman jusqu'au 13 octobre, annonce des plans d'aide européens.

37. On peut, à cet emploi du mot de « légitimité », douter du sens de la non-contradiction de quelqu'un qui a par ailleurs intitulé un texte : « La légitimité n'existe pas » (Lordon, 2007). L'emploi est fait ici par commodité, avec conscience de l'incohérence formelle, mais pour ne pas entrer dans une discussion conceptuelle qui n'est pas pertinente pour le propos.

38. Le 29 septembre 2008.

39. Ce texte est écrit en janvier 2009, et on ne peut pas dire que le G20 du 15 novembre 2008 ait laissé entrevoir le moindre élément substantiel en cette matière.

40. Une évaluation réalisée par Bloomberg (Pittman et Ivry, 2008) pour les États-Unis chiffre à 7,7 trillions de dollars l'ensemble des concours publics, toutes origines et toutes natures confondues, apportés aux banques, et ceci à la veille de l'annonce par la Réserve fédérale de programmes supplémentaires de liquidités, dont le *Term Asset-Backed Loan Facility* (TALF), y ajoutant 800 milliards de dollars de plus, pour un total, donc, de 8,5 trillions de dollars. Cet agrégat doit être interprété avec précaution compte-tenu de l'extrême disparité des éléments qu'il agrège indifféremment : recapitalisations ou rachats d'actifs *fermes*, garanties *non tirées*, concours de la banque centrale, donc périodiquement remboursés (mais aussi périodiquement reconduits), etc. Ce caractère extrêmement hétéroclite pourrait le condamner d'emblée, mais il n'en a pas moins un sens, peut-être plus politique qu'économique, comme ordre de grandeur : celui de ce que la puissance publique *lato sensu* est « prête à mettre », et qui rend possible la comparaison avec d'autres domaines des politiques publiques où « elle n'est pas prête ». Ici « l'effort » atteint tout de même le niveau hallucinant de... 60% du PIB !

41. Voir Lordon (2008), *op. cit.*, chapitre 5.

42. À quel degré au-delà de l'annonce ? – C'est une autre question. Plus généralement, on ne verra pas dans cette décision une infirmation de la thèse de l'« apprentissage empêché » (voir *supra*) telle qu'elle avait été précisément formulée à partir du cas UBS. Car, à ce compte-là, il faudrait également ajouter de nombreuses autres modifications mises en œuvre par la banque suisse : le recentrement sur le métier « historique » de la banque privée, la réduction des activités pour compte propre au profit des activités « orientées clients », etc. Qu'une entité privée *réagisse* et procède à des ajustements après une catastrophe de cette ampleur, c'est bien le moins ! Que ces ajustements s'avèrent durables, c'est-à-dire résistants à la période de digestion de la crise et, surtout, au redémarrage d'une nouvelle phase haussière, c'est une tout autre affaire. L'expérience montre qu'après 1998, UBS avait *réagi*... mais pas *appris* – c'est-à-dire *fixé* – pour autant.

43. Je suis obligé de renvoyer ici aux chapitres 2 et 3 de Lordon (2008) qui analysent en détail les mécanismes de la titrisation et de la finance structurée et leur contribution au désastre.

44. C'est cette dynamique qui a, notamment, causé la faillite des *hedge funds* de Bear Stearn le 22 juin 2007.

45. International Swap and Derivatives Association, Market Year End Survey 2007. L'encours des CDS régresse du fait de la crise à 55 trillions de dollars à la mi-2008 (ISDA, Mid-Year Survey 2008).

46. Voir à ce propos Lordon (2008), p. 191-193.

47. La possibilité de distinguer statistiquement ces deux sortes de crédit ne pose pas de problème logistique particulier : c'est là le genre d'indications que les systèmes d'information des banques sont tout à fait à même de livrer. Différente est la question de la possibilité de masquage ou de recyclage de « crédits réels » en « crédits spéculatifs ». On peut être assez optimiste à ce propos : que des entités industrielles se transforment à grande (significative) échelle en « lessiveuses » de capitaux recyclés vers des agents ou des emplois financiers est une évolution qui pourrait difficilement passer inaperçue. Ce recyclage serait davantage possible sur une base intra-groupe, mais les groupes authentiquement financiero-industriels sont plutôt rares (sauf dans des pays comme la Russie par exemple, avec ses GFI).

48. Les propositions qui ont été résumées ci-dessus ont fait l'objet d'une première publication le 23 avril 2008 sous le titre « Quatre principes et neuf propositions pour en finir avec les crises financières » sur le blog « La pompe à phynance » du titre *Le Monde Diplomatique*, soit bien avant l'emballage de l'automne 2008.
49. Le terme d'« expertise dominante » est sociologiquement des plus vagues, peut-être au point de défier la définition en toute généralité. C'est la raison pour laquelle il n'est guère d'autre moyen que d'en donner des définitions par extension et de citer les groupes auxquels il est implicitement fait référence. En l'espèce on pense surtout au CAE dans sa composition actuelle, mais aussi au Cercle des économistes, le qualificatif de « dominant » se justifiant par la proximité de leurs membres aux institutions de la politique économique et aussi par leur sur-représentation dans les instances du débat public (voir à ce propos Acrimed, 2008).
50. On n'omettra pas de noter toutefois que la dette subordonnée n'entre dans la base des capitaux propres Tier-1 qu'à concurrence d'un certain seuil réglementaire – que le gouverneur de la Banque de France, Christian Noyer s'est fait un devoir de relever, de 25% à 35% au moment de l'annonce du plan français de « recapitalisation ».
51. Rappelons que cet « alignement » remonte à 1984, époque à laquelle Laurent Fabius, Premier ministre, prononce lapidairement la fin de Renault « laboratoire social » pour l'assigner à la mission d'être profitable, bifurcation qui se manifestera par le remplacement de Bernard Danon par Georges Besse à la tête de la Régie.
52. Voir également pour une approche anthropologique du désir de monnaie, Lordon et Orléan (2008).
53. Inversement, et pour décourager les rapprochements trop simples, le caractère privé des structures bancaires opérant dans un environnement concurrentiel n'offre en soi aucune garantie de prévalence des critères de la sélectivité économique comme l'illustre le cas de la transition russe (Ould-Ahmed, 2008).
54. Voir Théret (2002).
55. Pour quelques éléments supplémentaires, voir Lordon (2009).
56. Il n'est que de voir le sort connu dans la crise par le Crédit mutuel, le Crédit agricole et les Caisses d'épargne.
57. L'appellation est ici clairement décalquée de « l'événement de crédit » considéré par les *Credit-Default Swaps*.
58. Idée qui n'a de sens que rapportée à la normativité d'une *intention*, c'est-à-dire à propos de constructions institutionnelles délibérées – politiques *lato sensu*.
59. De ce point de vue, il n'y a probablement pas de cas plus massif, et plus accablant, que la transition russe sous « pilotage » des organisations internationales.
60. Boyer et Mistral (1978), p. 277.
61. Dans la chronologie de sa manifestation, car il est maintenant communément analysé que la crise financière a révélé, et donc eu pour *cause*, les contradictions sous-jacentes du régime d'accumulation en vigueur depuis deux décennies.

## RÉSUMÉS

L'ampleur de la crise financière pose directement la question de l'efficacité des stratégies de régulation prudentielle telles qu'elles sont vouées à rencontrer trois écueils difficilement

surmontables : 1) la puissance des forces concurrentielles qui entraînent les agents quoi qu'ils en aient ; 2) l'impossibilité essentielle du contrôle des risques *ex ante* ; 3) les effets symboliques de la croyance « innovation » qui distord le régime collectif des anticipations et de l'appréciation du risque. Contre les stratégies de régulation qui seront trop vraisemblablement débordées à nouveau par une dynamique de bulle, il est permis de plaider pour une refonte beaucoup plus radicale des structures de la finance selon l'objectif d'une réduction drastique de ses niveaux de profit-risque et selon le principe d'une désophistication générale de ses activités. Le présent article énonce plusieurs propositions en ce sens jusqu'à l'idée d'une modification profonde des structures bancaires qu'il s'agirait de faire évoluer dans la direction d'un « système socialisé du crédit ».

The magnitude of the crisis directly questions the effectiveness of prudential regulations as they are doomed to encounter three major obstacles: 1) the competition forces as they drive agents possibly against their will; 2) the essential impossibility of a proper risk control *ex ante*; 3) the symbolic effects of “innovation” as a social belief as it twists collective expectations and risk appraisal. Contrary to the prudential approaches, too likely to be overwhelmed by a new bubble dynamic, the present paper advocates for a radical overhaul of financial structures, according to the twofold principle of a drastic decrease in the profit-risk profile of capital market activities and of their severe “desophistication” as well. Several propositions are made in this line including one aiming at a new brand of banking structures giving way to what could be dubbed a “socialized credit system”.

## INDEX

**Keywords** : Financial crisis, financial globalisation, financial innovation, speculative bubbles

**Mots-clés** : bulles spéculatives, Crise financière, globalisation financière, innovation financière

**Code JEL** G18 - Government Policy and Regulation, G01 - Financial Crises, G21 - Banks; Other Depository Institutions; Mortgages, G24 - Investment Banking; Venture Capital; Brokerage

## AUTEUR

**FRÉDÉRIC LORDON**

(CNRS, CSE), frederic.lordon AT gmail.com