

## LE CAPITALISME FINANCIER : MUTATIONS ET VIABILITE

Le capitalisme est un système évolutif. Il revêt de multiples formes institutionnelles, à travers les époques et les lieux, toutes caractérisées d'une manière ou d'une autre par ce qui constitue son ADN, sa marque distinctive, la propriété privée et le marché. Chaque type de capitalisme a sa dynamique propre. Il suit sa trajectoire historique, mu par de puissants moteurs, la conquête de nouveaux territoires, l'exploitation d'innovations techniques, les migrations des peuples ou l'exode rural, et maintenant la financiarisation et la mondialisation des relations marchandes. Quoique aveugle à son propre destin, il comporte en général des mécanismes d'adaptation endogène. Mais il arrive que ces mécanismes deviennent inopérants, lorsque cette dynamique bute sur des impossibilités physiques ou des limites organisationnelles, ce que le mathématicien Jean Pierre Aubin appelle des contraintes de « *viabilité* »<sup>1</sup>. Le système doit adopter alors de nouveaux modes de régulation, sauf à disparaître, c'est-à-dire à renoncer à ce qui fait son essence, la propriété privée et le marché.

Ces *mutations*, le plus souvent imprévisibles, quant à leur moment et à leur nature, ne sont pas décidées souverainement par des acteurs devenus subitement parfaitement lucides et rationnels. C'est après coup que les historiens reconstituent la logique du changement. S'il faut malgré tout tenter une démarche prospective, elle doit comporter elle aussi ces trois temps : l'identification des principes d'action qui font le succès d'un type particulier de capitalisme, le repérage des obstacles sur lesquels il est susceptible de buter et l'anticipation des nouvelles régulations propres à garantir la survie du

---

<sup>1</sup> Ces développements s'inspirent de la « Théorie de la viabilité » due à Jean-Pierre Aubin. On peut la formaliser ainsi :

Les variables d'état du système  $X(t)$  obéissent à une loi d'évolution décrite par l'équation :  $X(t) = f(X(t-1), R(t))$  où  $R(t)$  est un vecteur de paramètres décrivant les modalités de régulation du système.

Soit  $\mathbb{V}$  l'ensemble des  $X$  réalisables, domaine de viabilité du système. Si  $X(t) \in \mathbb{V}$  sachant que  $X(t-1) \in \mathbb{V}$ ,  $R(t) = R(t-1)$  : pas de changements. Sinon  $R(t) = \mathbb{T} R(t-1)$  où  $\mathbb{T}$  est un opérateur décrivant la mutation entre  $R(t)$  et  $R(t-1)$ , tel que  $X(t) = f(X(t-1), R(t))$  appartienne à nouveau à  $\mathbb{V}$ .

système. C'est en ces termes que Karl Marx a proposé une analyse du capitalisme de son temps et donné une description pénétrante de la *Grande Transformation*<sup>2</sup> qui se déroulait sous ses yeux. Son *Manifeste*<sup>3</sup>, écrit avec F. Engels, a recensé les forces à l'œuvre :

- l'extension du domaine de la grande entreprise : « La bourgeoisie [...] a créé des forces productives plus nombreuses et plus colossales que ne l'avaient fait toutes les générations passées prises ensemble » ;
- l'urbanisation : « La bourgeoisie a soumis la campagne à la ville » ;
- la mondialisation des échanges : « Par l'exploitation du marché mondial, la bourgeoisie donne un caractère cosmopolite à la production et à la consommation de tous les pays » ;
- la transformation des structures familiales : « La bourgeoisie a déchiré le voile de sentimentalité qui recouvrait les relations de famille... ».

Mais Marx pensait que ce mode de production se heurterait à une contrainte de *viabilité* : l'appauvrissement du prolétariat devait conduire à des crises de surproduction de plus en plus graves, débouchant *in fine* sur l'avènement d'une société sans classe, d'où la propriété privée et le marché seraient bannis. Il a eu tort, comme ont souvent tort ceux qui se risquent à d'aussi grandioses extrapolations. Le salarié n'est pas resté un « simple accessoire de la machine » : l'entreprise a besoin de sa compétence technique et de sa créativité. Il n'y a pas eu paupérisation absolue de la classe ouvrière et l'opposition entre bourgeoisie et prolétariat s'est effacée sous l'effet conjugué du suffrage universel et de la société par actions.

Le capitalisme a connu de multiples transformations, passant très près de l'effondrement à l'entre-deux guerres, mais tel le phénix, renaissant chaque fois de ses cendres. Il a donné lieu à une caractérisation spécifique pour chaque épisode : capitalisme anglo-saxon opposé au capitalisme rhénan, capitalisme monopoliste d'Etat cher à Lénine, capitalisme fordiste, et d'aujourd'hui il est qualifié tour à tour de libéral, actionnarial, patrimonial, ou encore financier. Le capitalisme n'est peut être pas éternel, mais il est résilient.

Pour autant, tout n'est pas pour le mieux dans le meilleur des mondes possibles.

---

<sup>2</sup> K. Polanyi, *La Grande Transformation*, Gallimard, Paris 1983.

<sup>3</sup> K. Marx, F. Engels, *Manifeste du parti communiste*, Editions sociales, Paris 1966.

La crise financière que nous venons de traverser a été plus violente, plus systémique et surtout plus globale que celle de 1929. On doit s'attendre donc à ce qu'elle entraîne des changements profonds dans le fonctionnement du système financier et dans l'équilibre géopolitique du monde. Ce que nous voulons présenter ici, c'est le contexte de cette nouvelle évolution du capitalisme, dans une perspective de moyen terme : quels en sont les moteurs, quelles en sont les contraintes. L'ensemble dessine une dynamique de changement et de résistances, dont l'issue est encore incertaine. Est-on sorti du domaine de viabilité ?

## ***Les moteurs du « capitalisme financier mondialisé »***

À ce stade, identifions deux ingrédients spécifiques à ce nouveau capitalisme.

### **La révolution des TIC**

L'industrie financière a été l'une des principales bénéficiaires du développement sans précédent des technologies de l'information et de la communication (TIC), ce que Albert Bressand<sup>4</sup> a appelé les « machines relationnelles », et a ainsi remodelé en profondeur l'économie réelle.

Sans l'informatique, il n'y aurait eu ni développement des modèles de la finance, ni développement des innombrables marchés de titres, de dérivés et de produits structurés. Grâce aux technologies de l'Internet et des télécommunications, ces marchés se jouent des contraintes de temps et de lieu. Sans les microprocesseurs, il n'y aurait pas eu de trading algorithmique et de capacité à analyser et à traiter des écarts de cours, à la quatrième ou cinquième décimale près, en une fraction de milliseconde, éliminant toute possibilité d'arbitrage. Dans un secteur où le sous-jacent s'est dématérialisé (c'est largement vrai pour les moyens de paiement, c'est totalement le cas pour les titres de toutes natures), où par conséquent la matière première est ab initio de l'information, la révolution technologique des vingt dernières années a entraîné un bouleversement qui n'a pas d'égal dans les autres activités. Rien ne permet de penser que cette tendance va s'estomper.

La technologie a eu aussi pour effet d'ébranler toutes les « infrastructures » de la finance. En permettant de décomposer plus finement des opérations qui, naguère, étaient conçues comme un tout, et en segmentant la « chaîne de valeur », elle a provoqué l'éclatement de la banque traditionnelle et a conduit à une recomposition du paysage financier. L'exemple le plus évident est celui de la titrisation qui transforme un crédit en une séquence d'opérations indépendantes pouvant être accomplies par des acteurs différents et spécialisés. Une opération bancaire (*originate and hold*) devient ainsi une opération de marché (*originate and distribute*). Mais ce processus s'applique aussi à la chaîne de valeur de n'importe quelle opération de marché : passation d'ordre, clearing et compensation, règlement et livraison des titres. Ces décompositions nouvelles

---

<sup>4</sup> A. Bressand et C. Distler, *La planète relationnelle*, Flammarion, juillet 2007.

désormais accessibles économiquement constituent des enjeux de politique « industrielle » en matière de finance, mais aussi des éléments cruciaux du contrôle des risques. La technologie déplace la frontière entre le domaine privé et le domaine public, le domaine de la concurrence et celui du « *not for profit* ».

Le progrès des « machines relationnelles » (et il faut y inclure l'avion et l'automobile) a eu aussi pour effet d'abaisser les frontières entre les Etats, rendant possible un nouvel épisode de mondialisation, semblable – mais bien plus complet - à celui observé à la veille de la Première Guerre mondiale.

### **La révolution des esprits**

Le développement du capitalisme financier mondialisé a été catalysé par les changements intervenus dans les mentalités, changements eux-mêmes produits par une séquence causale distincte, qu'il serait trop long d'analyser ici<sup>5</sup>.

L'homme moderne névrosé, écrasé par un surmoi exigeant de lui loyauté à l'égard de sa famille et de sa patrie, n'est plus. Il est devenu individualiste, narcissique. Les contraintes et les limites lui pèsent. Ses valeurs sont hédonistes et peu tournées vers le sacrifice. Il est exalté par la réussite et par le désir de jouissance. Il rêve de la toute puissance de la fusion maternelle plus que de la mort du père. Voilà qui ne pouvait que favoriser l'apparition d'un modèle de capitalisme aussi exubérant.

Mais cette nouvelle économie psychique<sup>6</sup> a une face sombre. Le règne du calcul rationnel aidant, elle a fait sauter les verrous de la morale personnelle. L'homme moderne se sent fondé à agir selon son strict intérêt. La cupidité, la tricherie, la fraude et l'évasion fiscales sont ainsi légitimées. L'homo economicus n'est pas un être moral. Seules la loi et la peur du gendarme sont maintenant susceptibles de contenir ses débordements. La crise financière a montré les conséquences de tels comportements, lorsqu'ils sont portés à leur paroxysme. Loin de souffrir de la névrose civilisationnelle dénoncée par Freud, nos contemporains ont des tendances psychotiques qui peuvent les porter aux extrêmes. L'instabilité de l'économie devient chronique.

---

<sup>5</sup> Voir V. Levy-Garboua et G. Maarek, *Macropsychanalyse, l'économie de l'inconscient*, PUF, Paris, 2007 et notre blog <http://macropsychanalyse.wordpress.com/>

<sup>6</sup> L'expression est de Charles Merlman, *L'homme sans gravité, jouir à tout prix*, entretiens avec Jean Pierre Lebrun, Paris, Denoël, 2002.

## ***A la recherche de nouvelles régulations***

Les infinies possibilités de la finance libérées par une révolution technologique, alliées à l'*ubris* de l'homme moderne, ont précipité l'économie mondiale à la limite de son domaine de viabilité, révélant à cette occasion deux risques majeurs.

Un *risque écologique* tenant à la finitude de notre planète. Un système en expansion illimitée se heurte tôt ou tard à la rareté des ressources. Tant qu'il s'agissait de facteurs de production ordinaires, matières premières, terres arables, travail qualifié, une augmentation de leur prix suffisait à en modérer l'usage. Mais l'espace, l'air, la mer peuvent être consommés, pollués, voire détruits par Pierre sans que Paul puisse s'y opposer, réduisant la quantité disponible pour chacun. La tarification de ces biens (*non excludable goods*), naguère en abondance, se met en place très difficilement. On découvre que les ressources, jusqu'ici hors marché, ne sont pas inépuisables.

Un *risque systémique*. Lors de cette crise, on a beaucoup parlé de l'Islande. Voilà un pays de 300.000 habitants qui a pris conscience qu'il avait engendré un système bancaire sans commune mesure avec l'échelle du pays et qui lui a fait prendre des risques qu'il ne pouvait assumer. Il était « *too big to save* ». Et si ce qui était vrai de l'Islande devenait vrai à l'échelle du monde ? Si le risque systémique qui s'est propagé avec violence en 2008 n'était qu'un avertissement (le dernier ?) du risque de perte de contrôle de notre système financier ? Si ce qui était « *too big to fail* » devenait tout simplement « *too big to save* » ? On vient d'avoir une démonstration que la stabilité du capitalisme financier mondialisé n'était pas assurée. La finance est un moyen de prendre collectivement des paris sur l'avenir. Ils peuvent être perdus. Quand en plus, l'exubérance irrationnelle, les fraudes et l'absence des limites cumulent leurs effets, alors la libre entreprise et la concurrence ne suffisent plus nécessairement à garantir un retour spontané au plein emploi des ressources en main d'oeuvre et en capital. On se tourne alors vers la puissance publique en lui demandant de fixer de nouvelles règles du jeu.

## **Réinventer des mécanismes d'incitations**

Lorsqu'un système s'approche dangereusement de ses limites de *viabilité*, il faut que l'existence des nouvelles contraintes soit prise en compte par les acteurs. Chacune d'elles sera représentée de façon « duale », par un prix dans la sphère économique, par

une « valeur » dans la sphère éthique. Ainsi, les individus agissant de façon décentralisée pourront ramener le système sur un sentier plus praticable. Cette méthode, respectueuse des libertés, est éminemment préférable à la coercition exercée par un Etat tout puissant. Elle seule est compatible avec l'essence du capitalisme.

*Gérer l'environnement ?* La taxe carbone et les permis de polluer dessinent une première tentative pour desserrer la contrainte écologique en faisant jouer des mécanismes de marché<sup>7</sup>.

*Réguler la finance ?* On serait tenté de s'opposer au progrès technique et à l'innovation. Cette idée est vouée à l'échec. Les obstacles sont contournés par des esprits créatifs. On peut aussi songer à réintroduire les cloisonnements qui avaient été institués à la suite de la Grande Dépression. A ces solutions du désespoir, il faut préférer une refonte des systèmes d'incitations. Ceux en vigueur jusqu'à la crise ont montré leur puissance, mais aussi leur perversité.

- On a beaucoup parlé des bonus des opérateurs de marché dont le niveau absolu importe beaucoup moins que leur adéquation à une « bonne » prise de risque.
- On a incriminé le système comptable de « *fair value* » qui pousse à amplifier les gains quand tout va bien mais aussi à accentuer les pertes quand les marchés baissent et perdent leurs repères.
- On a remis en cause les exigences de fonds propres instaurées par les régulateurs des deux côtés de l'Atlantique (systèmes dits de Bâle 1 ou de Bâle 2), jugées trop laxistes tant vis-à-vis des acteurs de marchés que des prêteurs hypothécaires, et qui ont poussé à des investissements excessifs.
- Les provisions constituées sur les risques de crédit sont apparues trop pro-cycliques : trop faibles quand il fait beau, trop fortes quand il pleut et, au total, accentuant les effets du cycle au lieu de les atténuer.
- Enfin les agences de notation ont essuyé le feu de la critique. Leur mode de rémunération pouvait inciter à favoriser les émetteurs (qui les rémunéraient) au détriment des investisseurs (qui achetaient les produits proposés par les émetteurs).

Chaque fois que la crise a révélé la défaillance ou l'inadéquation d'un système d'incitation, la réforme correspondante est enclenchée et les régulateurs ont à cœur d'y remédier. Car ce sont les mesures les plus incontestables : elles sont compatibles avec le

---

<sup>7</sup> Voir l'excellent rapport de Jean Tirole : *Politique Climatique - Une nouvelle architecture internationale*, CAE, septembre 2009.

libre jeu des initiatives privées, elles sont efficaces et elles se sont révélées nécessaires. Elles doivent être mises en œuvre sans délai.

Même si nos concitoyens sont en droit de s'interroger sur l'aveuglement de la précédente génération de régulateurs, et sur la perspicacité dont est créditée la nouvelle, la finalité du système d'incitation reste inchangée : il s'agit de remédier à un biais structurel du capitalisme actionnarial. L'actionnaire a toujours intérêt à ce que les entreprises dont il est propriétaire prennent des risques, puisque la perte est limitée à la mise initiale. Il peut donc y avoir un écart entre le risque jugé souhaitable par l'actionnaire et celui que désire prendre la collectivité. Et c'est singulièrement le cas dans la finance, où des externalités dues aux effets systémiques sont en jeu.

### **L'incertaine coordination internationale**

Qui aura la capacité d'implémenter cette nouvelle régulation ? L'Etat, bien entendu. Depuis le début de la crise, il est intervenu massivement, et sa responsabilité dans ce qui va suivre est écrasante.

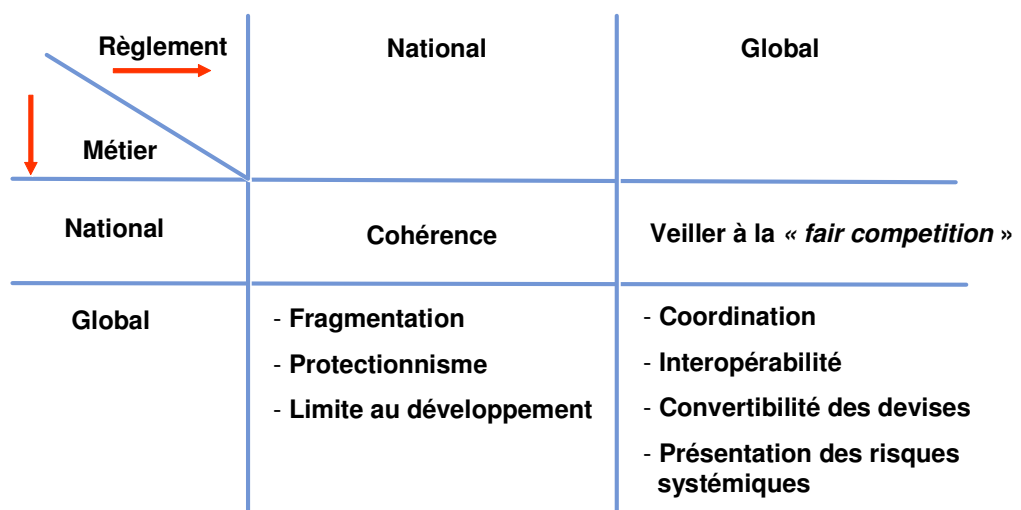
Lorsqu'il est apparu, après la faillite de Lehman Brothers, que le système financier n'arrivait pas, de lui-même, à maîtriser la crise du *subprime* et ses conséquences, les gouvernements ont pris le relais, tout en travaillant en étroite liaison avec les Banques Centrales. Un partage des tâches s'est naturellement imposé : chacun a pris en charge ses ouailles. Lord Turner, le patron de la FSA<sup>8</sup>, l'a bien exprimé : la globalisation est pour temps de paix, le nationalisme pour temps de crise ; les recapitalisations, les aides, les garanties, la relance, c'est pour les Etats, chacun s'occupant de « son » système financier. A partir du moment où ils ont engagé des sommes colossales pour tenter de remettre daplomb la finance et l'économie mondiale, les dirigeants doivent des comptes à leurs électeurs, et ils veulent par conséquent avoir le contrôle de ce dont ils seront tenus pour responsables. D'où la fragmentation de ce qui était devenu global, l'apparition de solutions nationales là où il y avait des règles quasi universelles. La Grande Bretagne veut contrôler tout ce qui se fait sur son territoire, quelle que soit la nationalité des opérateurs ou de la banque qui les emploie ; les Etats-Unis veulent avoir leur mot à dire sur les banques présentant un risque systémique indépendamment de leur nationalité ; et, au sein de la zone euro même, des pays comme l'Italie ou le Luxembourg n'entendent pas laisser circuler la trésorerie des banques d'un pays à

---

<sup>8</sup> *Financial Services Authority*

l'autre, si elles n'ont pas acquis auparavant une bonne maîtrise des risques domestiques !

Le dilemme entre le local et le global est quasi structurel. Comment réguler des marchés mondiaux à partir d'approches locales, lorsque personne n'est prêt à renoncer à sa souveraineté ? Le G-20 a été salué comme une innovation organisationnelle et il a rempli son rôle en fournissant des orientations dans plusieurs domaines. Mais la déclinaison concrète de ces choix est laissée à l'initiative de gouvernements nationaux jaloux de leur souveraineté.



Lorsque le métier est « local », le règlement peut l'être également. Il faut cependant qu'au niveau « global », on s'assure que les conditions d'une concurrence loyale sont respectées (case nord-est). Mais lorsque le métier est mondial, une réglementation nationale (case sud-ouest) conduit à une fragmentation de l'activité, à des luttes protectionnistes et, *in fine*, est un frein au développement de la finance, donc de l'économie. C'est pour éviter ce risque que les régulateurs cherchent à construire une règle globale, qui soit compatible avec la souveraineté nationale (case sud-est). En pratique, ils désirent trouver un consensus sur des normes globales et acceptent un contrôle et une mise en œuvre nationale de ces normes. Ce consensus n'est obtenu que moyennant un relâchement des contraintes et, le plus souvent, le maintien de « zones de flou » qui donnent lieu à des interprétations nationales.

N'oublions pas enfin que les Etats eux-mêmes ne sont ni infaillibles, ni tout-puissants. Pour gérer la crise, ils ont fait appel sans retenue aux thérapies recommandées par Keynes, il y a plus de quatre-vingt ans. Les marchés qui leur avaient abandonné l'initiative pendant la crise pourraient bien maintenant leur retirer leur confiance. La suspicion qui entoure désormais la dette publique de la Grèce et de quelques autres pays risque de créer de nouvelles turbulences dans la zone euro. Les Etats-Unis sont tout autant vulnérables. Quand les porteurs de *T-bills* ou de *bunds* chercheront massivement à s'en dessaisir, on assistera soit à une augmentation sensible des taux d'intérêt, soit à un retour de l'inflation.

C'est dans ces périodes que l'on se prend à rêver d'une « ancre » monétaire universelle, comme le fut le *Gold exchange standard*, par exemple, à une autre époque.

### ***Un pronostic réservé***

A court terme, il est probable que l'économie mondiale va sortir de l'épreuve de la crise financière en ayant pris un certain nombre de mesures correctrices significatives (sur les systèmes d'incitation) et en ayant mis en place une coordination minimale entre pays, mais sans avoir procédé à des transformations fondamentales. On aura ravalé la façade et opéré les réparations les plus urgentes. Le bâtiment est encore debout, mais le séisme

qu'il a subi le laisse fragile. Peut-on d'ailleurs raisonnablement espérer beaucoup mieux ?

A plus long terme, les contradictions qui ont amené nos sociétés au bord du précipice, continuent de les miner. Pour parler en termes psychanalytiques, la pulsion de vie qui nous pousse à aller toujours plus loin, toujours plus fort, toujours plus vite, n'est plus contenue par une autorité respectée, intériorisée en un surmoi culpabilisant.

L'économie mondiale ressemble aux membres - les « frères » ? - d'une même famille qui n'auraient jamais connu de père et qui, désormais, se voient contraints de cohabiter. Elle est donc condamnée à définir des règles d'organisation ou à se jeter périodiquement sur le mur du « principe de réalité ». Le capitalisme bute sur des limites (d'environnement mais aussi de risque) « endogènes » au moment où ses membres ont eux-mêmes tant de mal à s'autodiscipliner et à se fixer leurs propres limites. Il y aurait matière à rester optimiste si de nouvelles valeurs de modération et de rigueur venaient à émerger de cette confrontation : la « conscience écologique » en est peut-être le premier signe. Freud dirait que la préservation de la nature et de l'environnement et une sensibilité accrue aux risques socio-économiques<sup>9</sup> sont les nouvelles « religions », tombées à point nommée au moment où la foi vacille dans bien des pays et où la raison – sur laquelle il misait gros – ne suffit pas à donner une âme à nos actions. C'est bien de cela qu'il aura été question dans cet article. Dans une société complexe, les forces contradictoires en présence vont tâtonner pour trouver un équilibre, et l'adaptation du capitalisme se fera. Mais il devra forcément affronter la double contrainte que créé son succès, contrainte de la globalisation et contrainte de la psychologie humaine. Peut être faudra-t-il d'autres crises pour y parvenir. C'est le défi à relever pour que, cette fois encore, le capitalisme ne sorte pas de nos vies au profit d'une tyrannie administrative, faute d'avoir su maîtriser à temps nos pulsions. Les générations à venir devront choisir entre une nouvelle morale et une nouvelle barbarie.

---

<sup>9</sup> Sur ces deux thèmes, voir U. Beck, *La société du risque. Sur la voie d'une autre modernité*, Paris, Éditions Aubier, 2001.