

THÉORIE DE LA PRÉDATION

JEAN PEYRELEVADE*

La cupidité est prédatrice. Qui veut s'enrichir vite et fort le fera plus efficacement en s'emparant de richesses déjà constituées que par le fruit laborieux de son activité productrice. La cupidité s'accompagne donc d'une tentation de violence : la volonté d'enrichissement illimité implique de dépouiller autrui.

Le cas est flagrant en économie stationnaire. Si la production se répète à l'identique de période en période, le seul moyen d'augmenter sa part de revenus est de prendre chez le voisin. S'élever au-dessus de sa condition ne peut se faire qu'au détriment d'autrui. Si la cupidité n'est pas contrôlée, elle devient destructrice de paix sociale. Ici se trouve sans doute l'explication d'un double mouvement : les sociétés néolithiques furent volontiers guerrières à l'extérieur de leurs frontières, probablement pour dépouiller leurs rivales et en tirer

butin. Mais ce qui était recommandé au-dehors fut exclu au-dedans. L'accaparement par la force est une qualité du souverain conquérant de nouveaux royaumes. Il est banni dans l'ordre interne où il détruit les fondements mêmes de la vie en société. Le septième commandement (« Tu ne voleras point. ») interdit la violence pour le partage des richesses au sein de la tribu. Personne ne peut alors s'enrichir plus vite que la collectivité tout entière. Le sort matériel de chacun est prédéterminé par sa fonction et sa position dans la hiérarchie sociale.

Les choses se modifient dès que la croissance apparaît. Comment alors en répartir les produits ? À qui doit revenir le surplus de revenus dont chaque année nouvelle enrichit la collectivité ? Et en quelles proportions ? Où et comment se prennent les décisions de répartition ?

* Économiste ; ancien président de banque.

Le libéralisme fournit une réponse élégante et définitive : à chacun selon ses mérites productifs. Nul besoin d'un répartiteur central dont l'intervention serait arbitraire, voire nocive. Chacun, poursuivant son propre intérêt, contribue à l'intérêt général : tel est l'ordre naturel.

« Les vices des individus sont des bienfaits pour la société. » Cette idée avait été développée dès le début du XVIII^{ème} siècle par Bernard de Mandeville dans sa célèbre fable des abeilles. Imaginons une ruche dont les habitantes sont âpres au gain, avides de jouissance et de dépenses somptuaires : la ruche bourdonne et prospère. Arrive un prédicateur qui persuade les abeilles de devenir sobres, austères et vertueuses. Les industries du luxe, faute de débouchés, périclitent. À quoi bon travailler si l'enrichissement est condamnable ? Le chômage s'installe dans la ruche qui sombre peu à peu dans l'inactivité. Que chacun, s'abandonnant à son égoïsme, poursuive pour soi-même la plus grande satisfaction, telle est la condition de la prospérité générale.

L'habileté des prédateurs a consisté à renverser le raisonnement : toute participation, réelle ou supposée, à une activité d'intérêt général légitime le gain individuel puisque le lien entre l'une et l'autre est affirmé comme naturel et exclusif. La cupidité n'a plus de borne si la contribution de chacun à l'utilité sociale est mesurée par principe à l'aune de sa fortune personnelle. « Je suis riche, donc utile à la collectivité à hauteur même de ma richesse » constitue un slogan incontournable si la prospérité collective est, par définition, la somme des prospérités

individuelles. Redoutable tautologie, fermée sur elle-même, qui justifie tous les débordements.

On voit bien où est la faille du postulat libéral qu'une interprétation extensive a porté au-delà de ses limites originelles. S'il est exact que la volonté d'enrichissement individuel représente la condition de l'enrichissement collectif, il est faux d'en déduire que toute activité lucrative participe à l'intérêt général à hauteur même des gains individuels qu'elle engendre. En bref, il faut se poser la question de « l'utilité commune » des différentes sources du profit : bien que chacune y contribue, le tout ne coïncide pas avec la somme des parties. La prédation se loge dans les écarts entre rémunération et contribution.

DÉFINITION DU PRÉDATEUR

En effet, il peut arriver que sous couvert de participation à l'enrichissement collectif, tel acteur économique ait un comportement de prédateur : il obtient pour son propre compte une rémunération supérieure à ce que justifierait sa contribution à l'effort productif. La différence dont il bénéficie est nécessairement prélevée sur la richesse d'autrui. La prédation est bien là sous une forme moins violente qu'à l'origine, mais masquée, plus difficile à déceler, donc à contenir.

Comment la mesurer ? Aussi imparfait qu'il soit, nous avons besoin d'un critère objectif, accroché à l'économie réelle. La science économique nous est ici de peu de secours. Analysant les

courbes de demande et l'équilibre des marchés à partir des fonctions d'utilité individuelles, elle considère un peu trop vite que la valeur de toute chose est reflétée par son prix. Comment quantifier une utilité sociale, transverse à l'ensemble des activités, pour apprécier les mérites de chacune, mérites qui devraient fixer la limite haute des ayants droit dans la répartition du revenu national ?

M'avancé en terrain inconnu, je proposerais volontiers la démarche suivante : dans l'ordre marchand qui nous intéresse ici en priorité, la production de richesses est la somme des valeurs ajoutées. Mesurons la contribution de chaque secteur à l'utilité sociale à hauteur des richesses qu'il produit, donc de sa valeur ajoutée, celle-ci étant « normée » c'est-à-dire calculée avec des rémunérations « standard » des facteurs de production, capital et travail : taux de salaires moyens dans l'ensemble de l'économie pour les qualifications concernées, taux de rendement moyen du capital. Ce calcul « proforma » permet d'éviter que des phénomènes de prédation préexistants ne viennent artificiellement gonfler certaines mesures d'utilité sociale et fabriquer ainsi, dans l'ordre des chiffres, le même type de sophisme comptable que nous venons de dénoncer dans l'ordre des représentations : ma rémunération ne peut être excessive puisqu'elle a sa contrepartie visible dans ma valeur ajoutée. Ou encore : fichez-moi la paix, le prix de ce que je vends en mesure la valeur.

Les différents métiers n'ont pas la même intensité capitalistique. Une même unité de valeur ajoutée nécessite la mise en œuvre de quantités de capi-

taux très différentes suivant la branche où elle est produite : l'industrie lourde est plus exigeante que les services. Il est donc normal que le profit, rémunération du capital, soit plus élevé en proportion de la valeur ajoutée dans les secteurs les plus capitalistiques. Cette remarque de bon sens permet de définir à quel moment exact naît le soupçon de prédation : est présumé prédateur tout secteur (ou toute entreprise) dont la part dans le profit total de l'ensemble de l'appareil productif est significativement supérieure à sa part dans la valeur ajoutée totale, pondérée par l'intensité capitalistique de chaque secteur (ou de chaque entreprise). Dit plus simplement, la prédation se caractérise par une surrémunération du capital par rapport à son rendement moyen dans l'ensemble de l'économie. Cet écart, le plus souvent inclus dans les prix de vente des biens et des services produits, est alors payé par les clients, donc par le reste de la société.

Une telle surrémunération est-elle de l'ordre du possible ? Certes, puisqu'elle est affichée dans maints secteurs de l'économie comme un objectif officiel. L'ensemble des sociétés cotées vise, sous la pression de leurs actionnaires, des taux de rentabilité sur fonds propres de l'ordre de 15 % par an. Un tel chiffre est à long terme incompatible avec une croissance économique qui, inflation comprise, est d'environ le tiers. Qu'il soit atteint pendant quelques années, avant un réajustement plus ou moins brutal, suffit à établir le délit de prédation puisque la différence entre ces 15 % et le rendement moyen du capital est nécessairement prélevée sur les autres acteurs. Pendant la

période d'euphorie, les profits exorbitants sont d'appropriation privée. Les conséquences négatives du choc inéluctable, lors du retour au principe de réalité, sont largement socialisées.

Quels sont les moyens de cette surrémunération, de cette forme particulière de rente, c'est-à-dire de captation ? J'en vois quatre principaux.

Premièrement, certains secteurs, ou entreprises, peuvent pratiquer des prix très élevés parce qu'ils sont protégés de la concurrence, soit du fait de leurs innovations technologiques (ce que l'on pourrait appeler une protection schumpétérienne), soit parce qu'ils ont réussi à imposer au marché une structure de monopole ou d'oligopole coopératif (la « concurrence imparfaite »). Cette première série de causes est bien connue. Elle a donné lieu à une gigantesque littérature académique et provoqué, pour contenir leurs effets, des actions résolues des Pouvoirs publics : limitation dans le temps des effets des brevets et des licences, lutte contre les ententes et les positions dominantes.

Si l'innovation fournit un accès légitime à des niveaux de profit particulièrement élevés, l'imitation, la copie et la contrefaçon constituent *a contrario* autant de comportements prédateurs : par elles, on obtient le même niveau de rémunération que l'inventeur originel sans avoir produit l'effort équivalent. On comprend dès lors l'équilibre subtil que la loi instaure : tant qu'elle n'est pas tombée dans le domaine public, l'innovation est protégée. L'idée d'un surprofit transitoire est explicitement acceptée. Telle est la condition, dans une société marchande, pour que le chercheur,

l'inventeur et l'innovateur aient une incitation suffisante à déployer leur talent dont l'utilité sociale est évidente. Mais la durée même de cette protection renforce chez tel individu, tel concurrent ou tel pays étranger, soucieux de son développement et, à ce titre, de capter à son bénéfice le transfert de technologie et de connaissance, la tentation de la briser. Fût-ce de façon illicite.

Allons un peu plus loin : toute activité frauduleuse est à l'évidence prédatrice. Il en est ainsi de celui qui trompe le fisc : il s'enrichit aux dépens de ses concitoyens. Il en est également ainsi du chef d'entreprise qui fabrique de faux résultats (cas de Enron) pour améliorer sa réputation, ses bonus annuels et la valorisation de ses stock-options, et de tous les systèmes de corruption, au sens le plus large du terme. Du moins ces comportements sont-ils sanctionnés par la loi. Où l'on voit que la prédation se matérialise le plus souvent par un transfert d'argent sans justification réelle, sans légitimité, voire illégale, des victimes aux bénéficiaires. Ces lignes de partage permettent de définir la nature plus ou moins fautive de la prédation. Mais celle-ci, dans ses versions les plus répandues, exerce ses méfaits dans le respect absolu des lois. Point n'est besoin d'être escroc pour abuser de son voisin : on peut le faire avec distinction.

Le second moyen, pour mémoire, consiste à sous-rémunérer massivement le facteur de production « travail » et à encaisser le produit de cette exploitation. Dans ce cas précis, la prédation s'exerce au détriment non des clients, mais des salariés volontairement sous-payés. La loi interdit et sanctionne les

formes extrêmes de cette technique : travail des enfants, travail clandestin. On peut penser que le phénomène est peu à peu devenu marginal dans les économies développées, même s'il fut dominant lors de la révolution industrielle du XIX^{ème} siècle au point de fournir l'élément fondateur de la théorie marxiste.

Le troisième, bien connu des économistes de la finance et relatif au facteur de production « capital », tient à l'effet de levier. Pour une quantité donnée du capital nécessaire à telle ou telle activité, sa répartition entre fonds propres et emprunts n'est pas neutre. Au fur et à mesure que l'effet de levier augmente, les sommes immobilisées par l'actionnaire diminuent et donc l'intensité capitalistique du processus pour ce qui le concerne. Dans le même temps, ses espoirs de gain sont inchangés en valeur absolue, ou à peu près, tandis que son propre risque diminue.

La prédation ne s'exerce pas tant vis-à-vis des clients extérieurs : le coût global du capital qui leur est facturé dans les prix est toujours approximativement le même. En revanche, elle se déploie au sein de la communauté des apporteurs de capitaux, au détriment des prêteurs dont le risque augmente en proportion de la diminution des fonds propres, sans qu'ils en soient pleinement conscients et sans que la hausse des taux d'intérêt qui devrait les protéger soit à la hauteur nécessaire. Sans parler des salariés qui ne peuvent que constater, impuissants et souvent trop tard, qu'ils travaillent eux aussi dans une entreprise devenue plus risquée.

Les éventuels effets prédateurs de

structures d'endettement excessif sont donc bien réels. Ils s'exercent pour l'essentiel à travers l'augmentation du risque et son transfert, insuffisamment rémunéré, sur autrui. À cet égard, le modèle des fonds de *private equity* qui repose pour partie sur ce mécanisme devrait être revisité à la lumière de l'expérience apportée par la crise. Quelles furent les pertes de valeurs par rapport à ce que connurent des structures plus classiques ? Et comment furent-elles réparties entre les diverses parties prenantes ?

En tout état de cause, l'importance du « bénéfice de prédation » par effet de levier, pour celui qui en profite, est significative. Prenons l'ensemble d'un système bancaire commercial (dépôts, d'une part, prêts aux entreprises et aux ménages, donc à l'économie réelle, de l'autre) dont l'encours total de crédit représente 100 % du PIB et la marge nette 1 % de l'encours (donc 1 % du PIB) ; les chiffres sont à peu près ceux du système bancaire français. Avec un effet de levier de 20, la rentabilité des fonds propres est de 20 %. Ce ne sont pas les emprunteurs qui portent le poids de cette surrémunération, mais la collectivité des déposants, dont le risque est ainsi accru, et, à travers eux, l'État, garant du bon fonctionnement du système monétaire.

Où l'on voit, au passage, que la prédation par excès d'endettement naît d'une gestion avisée du temps : l'encaissement du profit, pour partie fictif, précède la matérialisation du risque, renvoyé sur autrui si et quand il devient insupportable. Cette séquence gouverne la plupart des activités financières, ce qui fait leur charme et leur danger.

Dernier facteur explicatif, certaines activités soit fabriquent fort peu de valeur ajoutée (aux conditions normées, donc en termes de prix de revient), soit n'emploient que de très faibles doses de capital tout en entraînant de telles satisfactions chez leurs clients que leurs services se vendent à des prix élevés. « Vous voyez », me direz-vous, « il arrive que les utilités individuelles, et elles seules, fondent l'utilité sociale. »

Certes, mais à condition de qualifier exactement la nature de la satisfaction individuelle recherchée. Si, s'agissant d'un peintre, d'un médecin ou d'un restaurateur, le prix est la mesure de leur talent artistique, thérapeutique ou gastronomique, on doit considérer qu'il fournit une bonne mesure de l'utilité sociale de leur production. Cette dernière, en effet, est demandée, puis consommée pour elle-même, pour ses propres vertus d'émotion, de guérison ou de plaisir. Le client achète contre une somme d'argent à laquelle il renonce un service immatériel dont il éprouve le besoin et qui ne relève pas d'une compétence ordinaire. Le pur talent, la qualité réelle ou supposée d'une marque se paient très cher.

Autre chose est de vendre l'idée même de l'enrichissement : je veux parler des jeux et des paris. Que se passe-t-il dans un casino ? Le joueur est certes marginalement animé par le plaisir du jeu et peut avoir un appétit particulier pour telle ou telle forme d'excitation : la roulette plutôt que le blackjack ou le bandit-manchot. Que l'établissement concerné satisfasse certaines utilités individuelles est donc indéniable. Mais ce n'est pas cela qui fait la valeur de son service. Si

l'on jouait « pour rien », juste pour le plaisir de jouer, des allumettes ou des haricots, les casinos seraient vides. De même pour les champs de course si les paris d'argent y étaient interdits.

Ainsi se découvre une forme très particulière d'industrie. Le prix de revient des services produits y est faible et la valeur ajoutée voisine de zéro. Les clients y sont animés, pour l'essentiel, par un fantastique désir d'enrichissement individuel. Les recettes des établissements de jeux pourraient être faites du prix modéré de leurs propres services s'ils se bornaient à être des intermédiaires, permettant aux joueurs de s'affronter entre eux (ainsi des *bookmakers* anglais ou, demain, des jeux en ligne). Mais, le plus souvent, elles résultent de l'argent perdu par les joueurs qui viennent avec l'espoir d'en gagner. Le casino est contrepartie, il joue pour compte propre. C'est une industrie du transfert où ce que prend l'un est pris à l'autre. Donc une industrie de la prédation librement consentie.

Le jeu de bonneteau est un bon exemple, certes un peu extrême, d'une activité à laquelle on peut se livrer sans capital immobilisé, sans beaucoup de main-d'œuvre, avec une production de services réels à peu près nulle. L'espoir d'autrui (le joueur) de s'enrichir à mes dépens (la contrepartie) est le fondement de mon propre enrichissement personnel. Mes gains, qui sont les pertes de mes clients, peuvent être très élevés. Leur volatilité est forte si le jeu est honnête : je gagne aujourd'hui, je peux perdre demain. Seule une expertise particulière me donne un avantage compétitif sur les autres parieurs (toute fraude mise à part, bien

entendu) qui m'assurera une bonne rentabilité de long terme.

Les activités de jeux et de paris pour compte propre se caractérisent donc par des rentabilités élevées pour les gagnants, alors que leur utilité sociale (leur valeur ajoutée) est faible. Elles impliquent un risque important, multiplié et renvoyé sur la collectivité par tout effet de levier éventuel. Fondées sur la prédation librement consentie des uns par les autres, elles sont prédatrices par destination.

ÉCONOMIE FINANCIÈRE ET UTILITÉ SOCIALE

Cette grille un peu fruste n'est pas établie pour des raisons morales, mais pour essayer de lancer quelques pistes de réflexion sur les niveaux d'utilité sociale (au sens où je l'ai définie ici) des diverses activités financières et d'en déduire les conséquences en termes de régulation.

Y a-t-il un effet de prédation de la finance sur l'économie réelle ? Quand on voit que les activités financières représentent aux États-Unis moins de 10 % de la valeur ajoutée et 35 % des profits de l'ensemble des entreprises (données 2007), que le salaire moyen dans la finance et l'assurance y est supérieur de 80 % à la moyenne du secteur privé (le chiffre français est de 50 %), la réponse à l'évidence ne peut être que positive.

L'étude de Philippon et Reshef (2008) montre qu'un écart résiduel qui se situe entre le tiers et la moitié de cette différence de revenus, une fois que l'on a tenu compte des différences

de composition et de qualification de la main-d'œuvre, s'explique par un pur effet de rente, sans justification particulière. S'agirait-il de prédation ? Observation encore plus intéressante, les auteurs font remarquer que la rente apparaît et s'accroît rapidement dans les périodes de dérégulation (1910 à 1933, puis 1980 à aujourd'hui). Dans ces moments, la banque, l'assurance et surtout les autres activités financières (banques d'investissement, *private equity*, *venture capital*, *hedge funds* et gestionnaires de valeurs mobilières), de toutes les moins régulées, voient se multiplier les innovations. Elles attirent en masse des cadres de plus en plus qualifiés (17 % de plus que dans le reste du secteur privé en 1933) dont les salaires augmentent jusqu'à se décaler par rapport à la norme sociale. Cette rente, cette surrémunération furent des facteurs puissants de renforcement des flots d'entrée de jeunes diplômés brillants : décidément, plutôt la finance que l'industrie. Est-ce un pur hasard si les deux mouvements, similairement répétés à soixante-dix ans de distance, se sont tous deux terminés dans une crise retentissante ? Après le retour en force de la régulation qui suivit l'effondrement de 1929, après notamment le vote en 1933 du Glass-Steagall Act, le secteur financier perdit rapidement les caractéristiques qui le distinguaient. Son excédent relatif de qualification disparut ainsi que la rente elle-même puisque entre 1950 et 1980, le niveau des salaires revint dans la moyenne générale. Jusqu'à la reprise de la dérégulation, où tout recommença comme avant. Faut-il donc que la finance soit régulée pour ne pas être prédatrice ?

Les rentabilités sur fonds propres de la sphère financière sont, quand tout va bien, supérieures à celles du reste de l'économie qui hérite, quand tout va mal, d'un excès de risque. La raison, pour partie, tient à la pratique d'un effet de levier particulièrement élevé dont on a parlé précédemment.

On peut, à cet égard, se référer à des chiffres globaux parfaitement objectifs, ceux de la comptabilité nationale française. Les données 2007 montrent que le passif des sociétés non financières, soit 7 000 Md€ (trois fois et demie le PIB), se compare à des fonds propres de 6 000 Md€, soit un effet de levier de 1,17. Pour l'ensemble des sociétés financières (banques, sociétés d'assurances, organismes de gestion d'actifs, Sicav...), le même calcul (passif de 10 300 Md€, fonds propres de 2 900 Md€) conduit à un effet de levier de 3,58. Encore ces chiffres, consolidés à l'échelle d'immenses domaines d'activités, écrasent-ils, du fait même de leur mode de calcul qui efface les créances et les dettes intrasectorielles (ce que l'on pourrait appeler l'intraconnection), les données individuelles. Certes, on peut prétendre que les risques d'une banque, plus divisés, plus diversifiés, statistiquement décorrélés, justifient moins de fonds propres que ceux d'une entreprise de l'économie réelle, souvent engagée à 100 % dans un métier donné et donc beaucoup plus sensible à des variations de conjoncture sectorielle. C'est oublier que le monde financier est, comme l'expérience l'a montré, exposé lui-même à un risque particulier : le risque systémique qui a failli plusieurs fois l'emporter tout entier et dont la propagation destructrice est précisément

due à l'épaisseur insuffisante des cloisons étanches - je veux dire les matelas de fonds propres - qui sont censées l'arrêter.

En un mot, il est plausible que l'ensemble des activités financières exerce un certain effet prédateur aux dépens des ménages dont l'endettement est au contraire très faible par rapport à leur patrimoine net. Puis, à travers les ménages et en cas de matérialisation du risque systémique, aux dépens des contribuables. Mais il faut, sans doute, entrer dans plus de détails. À partir d'une affirmation forte : la finance s'est peu à peu déplacée vers des activités de plus en plus rémunératrices, de plus en plus risquées et d'utilité sociale de plus en plus réduites.

LA DÉRIVE VERS LE RISQUE

La banque finance des actifs portés soit par des entreprises, soit par des ménages. En ce sens, elle contribue à la fabrication de la valeur ajoutée par ses clients, mais aussi, le cas échéant, aux effets de prédation que peuvent développer certains d'entre eux. En bien ou en mal, le financier est complice.

Notons tout d'abord que la banque de crédit et de dépôt la plus classique, la plus banale, la *narrow bank* engagée dans les seuls financements de l'économie réelle, pratique elle-même des effets de levier assez élevés pour renvoyer une partie significative de ses risques sur ses propres prêteurs et notamment ses déposants. Comment expliquer ce contraste étonnant : les mêmes établissements qui refusent à leurs clients emprunteurs d'avoir des

dettes supérieures à deux ou trois fois les fonds propres fonctionnent avec des effets de levier de l'ordre de 20 ? Cela tiendrait-il à la stabilité supposée des dépôts qui, n'ayant pas d'échéance, se renouvelant en permanence, pourraient être considérés comme une sorte de dette perpétuelle, de surcroît à coût nul ? Donc presque des fonds propres ? Tel est le cas tant que la confiance règne. Qu'elle vienne à se fissurer et la masse apeurée des dépôts peut s'envoler d'un coup, comme on l'a vu si souvent. L'histoire récente est garnie de trop de faillites bancaires pour que ce point fasse doute : les banques ne sont pas assez capitalisées pour absorber sur leurs propres ressources les erreurs de leur politique de prêt. Il revient au régulateur de réduire l'ampleur de cette prédation potentielle en exigeant une augmentation de leur volume de fonds propres affectés au crédit.

Si cela se produit, la rentabilité des capitaux engagés par les actionnaires dans la banque de dépôt est appelée à se réduire. Et donc se renforcera la tendance spontanée des banquiers commerciaux, dirigeants d'organismes à but lucratif, à se tourner vers des activités plus rémunératrices. Le plus souvent, les marges suivent le risque. Qui veut gagner plus d'argent doit être plus audacieux. Le désir d'enrichissement, une fois de plus, est légitime et puissant. Les banques se mettent à financer des clients dont l'activité même, le *business model*, est fondée sur des effets de levier très dangereux. Tel est le cas, à des degrés divers, des *hedge funds*, des fonds de *private equity* et des banques d'investissement.

Leur système est admirable, au point

d'être la négation même des règles d'or du capitalisme originel : chacun, libre de ses actes, peut normalement s'y enrichir sans limites si, à l'inverse, il subit les conséquences de choix malheureux. Comme l'écrit excellemment Gomez (2010), jusqu'à la fin du XIX^{ème} siècle, les risques pris par les entrepreneurs étaient garantis par leur fortune privée. « La forme juridique dominante était la commandite dans laquelle le gérant était responsable sur ses biens personnels en cas de faillite. Le risque pris assurait aussi bien la légitimité de son pouvoir qu'une auto-limitation de ses excès. » On ajoutera que jusqu'à la fin des années 1970, toutes les banques d'investissement de Wall Street étaient organisées en *partnerships*, forme juridique aux effets identiques.

Rien de tel aujourd'hui. La société anonyme a remplacé celle en commandite. Dans des structures à effet de levier considérable, des masses énormes de capitaux peuvent être rassemblées sans que ni les dirigeants, ni les actionnaires ne voient s'accroître leur risque personnel. Ainsi peuvent-ils devenir riches dans les bonnes périodes, puis, fortune faite, partir en laissant les États se débrouiller avec les conséquences des faillites provoquées par leur irresponsabilité. Ainsi est officialisé depuis longtemps, au sommet de ces organisations, le comportement que l'on reproche, en bas de la hiérarchie, aux *traders* qui leur sont subordonnés : prendre son bonus sans penser à rien d'autre. La faillite de Lehman Brothers en est l'illustration même : le « hasard moral » n'est pas une fatalité mécanique induite par l'apparition de structures *too big to fail*. Il est incarné

et résulte de décisions humaines et de comportements individuels parfaitement descriptibles. La prédation est ici flagrante : la banque de dépôt est d'abord complice puisqu'elle a prêté une partie des capitaux finalement engloutis. Elle devient victime au moment du défaut de l'emprunteur et, maillon faible, transmet aussitôt à la collectivité le mal dont elle est frappée. Ici encore, il revient aux régulateurs de protéger les banques contre elles-mêmes en leur imposant des coefficients de fonds propres fortement renforcés en face de ce type de prêts, voire en interdisant certains d'entre eux.

On franchit un degré de plus dans l'échelle qui mesure la gravité des fautes quand les sociétés financées par le système bancaire, à effet de levier d'ampleur variable, ont pour métier principal de parier, que ce soit sur le risque ou sur le prix des actifs. On a vu que le pari n'avait en soi à peu près aucune utilité sociale et servait simplement à justifier une prédation, le transfert d'argent pur et simple du perdant au gagnant. Dans la vie ordinaire, on parie sur des événements. Dans la sphère financière, on parie de plus en plus souvent sur des mouvements de prix.

LE FINANCEMENT DES ACTIFS

Dans une économie développée, les masses d'actifs immobilisés sont considérables : en France, six fois et demie la production annuelle de richesses. La moitié (trois fois le PIB) est constituée des logements et du

foncier détenus par les ménages, ce qui permet de comprendre le caractère aisément systémique des crises de l'immobilier : aucune catégorie d'actifs réels, et de loin, n'atteint une importance similaire. Au sein de l'appareil productif proprement dit, les actifs immobilisés des entreprises non financières représentent près de quatre fois leur valeur ajoutée annuelle, soit deux fois le PIB.

L'utilité sociale de ces actifs, dont la réunion forme le capital dont dispose la collectivité, est indéniable : ils participent directement à la production des entreprises ou à la satisfaction des ménages. Ils sont bien entendu portés en financement, partiellement par des fonds propres, partiellement par l'emprunt. La participation ultime des banques de dépôt à ce passif financier est donc également d'utilité sociale. Encore faut-il que leur intervention soit construite de manière à les protéger des risques de variation de valeur des actifs financés : tel sera le cas si les crédits sont accordés, avec les marges de sécurité voulues, aux personnes morales ou physiques propriétaires de ces biens, le banquier évitant soigneusement de les porter lui-même directement sur son bilan.

La plus grande partie de ces actifs s'échange sur des marchés spécialisés (marché de l'immobilier, qu'il soit résidentiel ou de bureaux, ou encore des matériels de transport - bateaux, avions, trains - qui sont cependant d'une importance macroéconomique bien moindre puisqu'ils ne représentent au total que 6 % d'un PIB annuel). La caractéristique commune de ces lieux d'échanges est que le montant des transactions instantanées

qui s'y déroulent est faible par rapport au stock total de valeurs des biens concernés. La situation conjoncturelle du transport aérien ou maritime commande le niveau des prix de vente des aéronefs ou des navires, qu'ils soient neufs ou d'occasion. Ce même niveau fixe à son tour la valeur de l'ensemble des avions ou des bateaux exploités dans le monde, dont l'immense majorité ne change pourtant pas de mains au cours de chaque exercice. Ainsi, la variabilité des prix constatée sur un faible échantillon est-elle amplifiée puisque, règles comptables aidant, elle affecte la totalité des actifs de même nature engagés dans l'appareil productif. Le phénomène mérite considération quand, comme c'est le cas de l'immobilier, il concerne un stock d'actifs d'un montant supérieur à celui du PIB.

Or les marchés eux-mêmes prennent une part croissante dans le fonctionnement de l'économie. Les entreprises sortent progressivement du cadre intermédié où le système bancaire classique leur fournissait l'essentiel de leurs financements. De plus en plus nombreuses sont celles qui soit sont cotées, soit ont recours au marché obligataire. Dans la plupart des pays développés, les capitalisations boursières ou obligataires sont chacune d'un ordre de grandeur égal à une année de PIB. Ici encore, le montant des transactions annuelles est faible par rapport au stock de valeurs mobilières. Cependant, que se produise un mouvement de taux d'intérêt ou qu'apparaisse une nouvelle anticipation de croissance des profits et c'est tout le marché qui décale brutalement, dans un sens ou dans l'autre.

Les marchés sont donc caractérisés par leur volatilité, qui est une donnée intrinsèque à chacun. Bien entendu, nombre d'acteurs économiques vont spéculer sur cette volatilité, essayant d'acheter bon marché pour revendre plus cher. Ce sont des joueurs particuliers qui parient sur des mouvements de prix. On peut répéter à leur propos ce que l'on a déjà dit pour décrire plus généralement les paris : leur opération d'achat/vente d'un bien déjà existant n'ajoute rien à la production, ne crée aucune valeur ajoutée, est donc sans aucune utilité sociale. De part et d'autre de la tendance de long terme des marchés concernés, justifiée par les fondamentaux du développement économique, une variation de prix n'a aucune incidence : ce qui est gagné par l'un est perdu par l'autre. Une plus-value constatée ici a pour contrepartie une moins-value potentielle ailleurs. Nous rencontrons à nouveau, telle qu'en elle-même, la forme subtile de la prédation librement consentie : les enrichissements individuels peuvent être considérables alors même que l'enrichissement collectif est nul. Donc le jeu est à haut risque puisque l'enrichissement extrême des uns est nécessairement constitué des pertes des autres.

CONCLUSION : VERS UN NOUVEAU GLASS-STEAGALL ACT ?

Nous avons rassemblé suffisamment de briques pour en tirer quelques conclusions en matière de régulation :
 - les activités financières, dans leur

ensemble, sont probablement prédatrices par excès d'effet de levier au détriment des prêteurs et notamment des ménages. Il est donc recommandé d'y durcir les normes de fonds propres et d'y diminuer l'effet de levier jusqu'à ramener leur rentabilité à la moyenne de l'économie réelle ;

- le banquier, à son tour, est parfois victime d'emprunteurs qui pratiquent des effets de levier exagérés. Les normes de crédit devraient être durcies en tant que de besoin ;

- tel est souvent le cas lorsque l'objet des concours octroyés est un financement d'actifs de marché. La prise en gage de l'objet financé (que l'actif soit réel ou financier) ne devrait être qu'une garantie supplémentaire, justifiant éventuellement une diminution de la marge, mais ne devrait jamais se substituer à la protection fournie par les fonds propres de l'emprunteur, ni à l'étude de sa capacité de remboursement. Les prix, comme on l'a vu, peuvent fluctuer fortement sur les marchés d'actifs. Or les banquiers ont souvent le sentiment qu'ils peuvent baisser leur garde dès lors qu'ils jouissent d'une garantie réelle. Ce faisant, ils oublient que l'enchaînement des effets et des causes est souvent dans l'autre sens. Le prix du bien, on l'a déjà noté, varie souvent comme la santé de l'emprunteur : les deux sont simultanément mauvais. Le banquier dont le client fait défaut prend alors possession de biens fortement dévalués. Après tout, on se souviendra que les deux grandes faillites du système bancaire mondial répondent toutes deux à ce schéma : financement d'achats d'actions en 1929 (faillite de riches), financement d'achats

immobiliers en 2009, dans des conditions où la protection fournie par le gage était illusoire (faillite de pauvres). Le risque systémique naît toujours d'une pratique laxiste exercée sur une échelle assez large pour que les risques, au lieu d'être divisés, se coagulent ;

- le financement des activités de pur pari menées par des tiers (*hedge funds*, structures de négoce de produits dérivés...) est sans utilité sociale, à risque toujours élevé et d'autant plus redoutable que l'emprunteur pratique, en outre, de forts effets de levier. Suivant le tempérament de chacun, on proposera soit une interdiction pure et simple de ce type de financements par le système bancaire de base (ce qui est ma position personnelle), soit un durcissement extrême des conditions de crédit et des exigences de fonds propres associées ;

- enfin, la pratique de ce genre de sport par les banques elles-mêmes, pour elles-mêmes, devrait être interdite : un établissement qui émet à son passif ce bien public qu'est la monnaie ne devrait pas être autorisé à gagner de l'argent par pure prédation à l'actif. C'est, me semble-t-il, l'une des mesures centrales de la réforme Obama : l'interdiction du *trading* pour compte propre. Je regrette qu'Obama ne soit pas français.

On voit bien la conclusion logique de cette séparation des activités financières en deux catégories distinctes : d'un côté, celles qui ont une réelle utilité sociale ; de l'autre côté, celles qui en sont dépourvues. Interdire les secondes aux banques de dépôt (où serait l'intérêt positif de les leur autoriser, quand il y a tant de raisons

de ne pas le faire ?) n'est-ce pas
remettre en vigueur, sous une forme
renouvelée, le vieux Glass-Steagall Act,
voté en 1933 (juste après la première
crise historique) et abrogé en 1999
(juste avant la deuxième) ?

BIBLIOGRAPHIE

GOMEZ P.-Y. (2010), « Un capitalisme à irresponsabilité illimitée », *Le Monde*, 16 février.

PHILIPPON T. et RESHEF A. (2008), « Wages and Human Capital in the US Financial Industry : 1909-2006 », décembre.

