

# L'UTILITÉ CONTESTÉE DE LA FINANCE

PIERRE-NOËL GIRAUD\*

**H**istoriquement, les activités financières apparaissent en même temps que les activités marchandes. Commerce de l'argent, production et échanges de marchandises ont, de tout temps, été intimement liés. Dès le XII<sup>ème</sup> siècle, alors que s'intensifiaient les échanges entre les Flandres et le nord de l'Italie, les Génois ont pratiquement tout inventé de la finance moderne.

Imagine-t-on, en effet, un monde marchand sans finance ? Chacun en serait contraint à n'investir dans des projets productifs, qui sont le moteur de la croissance économique, que sa propre épargne, tout en étant incapable d'ajuster le risque qu'il prend à ses moyens financiers et à son goût du risque. Autant dire que l'investissement serait extrêmement limité, et la croissance quasi nulle.

Les deux fonctions principales de la finance sont, en effet :

- de rassembler l'épargne dispersée pour

l'affecter à des projets d'investissement, dont l'envergure et le risque dépassent ce qui est à la portée de fortunes individuelles ;

- d'offrir à cette épargne une grande variété d'instruments différents par leurs couples rentabilité/risque, donc d'organiser un vaste marché d'échanges des risques inhérents à tout investissement productif.

Le développement, la diversification, la spécialisation des activités financières participent ainsi pleinement au mouvement général de division sociale du travail, en quoi Adam Smith voyait, à juste titre, la source fondamentale de l'accroissement de « la richesse des nations ». La finance est, en elle-même, le lieu d'une division sociale du travail, et elle la favorise dans les autres sphères. Elle contribue donc incontestablement à l'accroissement de la richesse.

D'où vient alors qu'elle soit si souvent considérée, de même que le

---

\* Professeur d'économie à l'École des mines et à Paris IX.

négoce pur, comme une activité parasitaire captant indûment des richesses issues de la seule sphère qui les produirait : la sphère « productive » *stricto sensu*, où s'exerce le dur labeur des hommes appliquant un travail transformateur de matière aux ressources que nous offre parcimonieusement notre mère avare, la nature ? Cette conception est ancienne. Elle reste très vivante de nos jours. L'œuvre d'un historien contemporain aussi important que Fernand Braudel en est, par exemple, imprégnée. Braudel sépare la vie économique en trois niveaux : civilisation matérielle ; économie (c'est-à-dire échanges et négoce) ; et capitalisme (où se concentrent les activités financières). Puis, il établit une hiérarchie entre les trois, chaque niveau drainant des richesses du niveau immédiatement inférieur. Le jugement qu'il en déduit est que « le capitalisme (dans sa définition, c'est-à-dire essentiellement la finance) est parasitaire ». Il n'est pas question d'entreprendre ici l'histoire du discrédit jeté sur la finance. Mais on peut tenter d'en distinguer de bonnes et de mauvaises raisons<sup>1</sup>.

## QUELQUES MAUVAISES RAISONS

Mauvaises sont les raisons qui affirmeraient que, dans un capitalisme, les activités financières ne sont simplement pas nécessaires au développement des capacités de production de richesses. C'est évidemment faux. Mauvaises raisons encore, celles qui, variantes atténuées des précédentes, concentreraient leur critique sur la finance de marché,

par opposition à la finance bancaire, autrement dit « intermédiée ». Parmi elles, par exemple, les apologues nostalgiques du « capitalisme rhénan », présenté comme ayant une finance essentiellement bancaire. Tout d'abord, intermédiation par les banques et finance de marché ont toujours coexisté ; il est vrai dans des proportions variables. Ensuite, si les banques, dans leur fonction d'intermédiation, peuvent remplir correctement la première fonction (bien que souvent, surtout si elles forment un oligopole, avec des coûts d'intermédiation très importants par rapport à la finance de marché), il n'en est pas de même de la seconde : l'organisation d'un marché d'échanges de risques. La finance ne peut donc se diviser : banques et marchés y coexistent nécessairement.

L'argument suivant est, *a priori*, plus recevable. Certes nécessaires, les activités financières recevraient une part « excessive » de la richesse qu'elles contribuent à produire : elles seraient en position structurellement dominante. C'est la thèse de Braudel. C'est aussi une thèse largement répandue parmi ceux qui connaissent intimement le fonctionnement des capitalismes. Qui n'a jamais entendu un patron de PME, ne niant aucunement l'utilité de son banquier, de son assureur, et des négociants qui vendent ses produits, se plaindre néanmoins de ce que, tandis qu'il s'acharne à gagner quelques centimes sur ses coûts de production, les autres font des profits plus que confortables sans « mouiller leur chemise » ? Si c'était vrai, cela signifierait que les activités financières sont structurellement en situation de monopole, que la compétition, en leur sein, y est

toujours très modérée. Sinon, cette compétition se chargerait de ramener les profits moyens (insistons sur « moyens ») des activités financières au niveau de ceux des activités industrielles, par exemple. Or, rien ne permet de l'affirmer, ni théoriquement, ni empiriquement. En théorie, les « barrières à l'entrée », dont la hauteur détermine la possibilité de surprofits de monopole dans une activité donnée, n'ont pas de raison d'être systématiquement plus élevées dans les activités financières que dans les activités industrielles et de services. Empiriquement, le taux de profit moyen constaté des entreprises de la finance n'est pas, dans l'histoire, systématiquement supérieur à celui d'autres entreprises. Il peut l'être à certaines périodes, comme il peut être inférieur à d'autres. Cela relève généralement de causes spécifiques aisément explicables.

Notons bien que ceci n'a rien à voir avec une toute autre question, qui est la répartition des richesses produites entre le capital et le travail, puisqu'il s'agit ici simplement de savoir si le capital financier, ou commercial, est systématiquement mieux rémunéré que le capital industriel. Cependant, subjectivement, les deux questions peuvent, au moins dans certaines cultures, être liées. Si le symbole « du » capitaliste est le financier ou le grand négociant, alors un sentiment d'injustice à l'égard de la répartition d'ensemble entre capital et travail se concentrera sur ce symbole et sur son activité, et non sur le « petit patron » de PME, même si le taux de profit de ce dernier est en réalité plus élevé. Parce que le petit patron, on le voit passer dans l'atelier, et on sait qu'aussi « dur » soit-

il, il fait quelque chose de concret pour que la « boîte » marche. L'éloignement des activités financières des activités directes de production serait alors la cause d'une critique qui, moins que la finance en tant que telle, vise, en fait, le capitalisme.

Une troisième raison pourrait être la distribution différente, dans les activités financières, des taux de profit individuels autour du taux de profit moyen. Une plus grande dispersion dans la finance pourrait conduire au sentiment de profits indus. En effet, on remarque beaucoup plus les réussites (les enrichissements spectaculaires) que les échecs, et personne, hormis les statisticiens, ne s'intéresse aux valeurs moyennes. Or, c'est certainement le cas, au moins pour certaines activités financières. Par définition, une activité plus risquée a une distribution plus large, autour de la moyenne, des gains et des pertes. Il est donc parfaitement normal, en logique capitaliste, que les réussites exceptionnelles dans les activités risquées procurent des gains exceptionnels. Il ne convient pas d'en tirer des conclusions générales sur le caractère parasitaire de la finance.

Cette explication reste cependant insuffisante, comme l'illustre l'image différente que présentent, aux yeux du plus grand nombre, un financier comme Georges Soros et un industriel comme Bill Gates, même après le procès<sup>2</sup> du second. Le fait que Georges Soros (en réalité son fonds d'investissement Quantum Fund) ait gagné, en 1992, 1 milliard de dollars en quelques semaines en spéculant contre la livre sterling et s'en soit vanté, a choqué beaucoup de gens. Or, Georges Soros, parti de rien, est entré en affaires bien

avant Bill Gates, également parti de rien. Aujourd'hui, Bill Gates est beaucoup plus riche que Georges Soros. Il s'est donc enrichi en moyenne chaque année beaucoup plus que Georges Soros. La singularité de Bill Gates, par rapport à la moyenne des capitalistes industriels, est beaucoup plus forte que celle de Georges Soros par rapport à la moyenne des gestionnaires de fonds. Pourtant, après la sentence du juge Jackson, Bill Gates est, tout au plus, considéré comme ayant « abusé d'une position dominante », mais non comme un « spéculateur » et un « parasite ». Aux yeux de tous, sa société Microsoft a, en effet, incontestablement rendu des services à l'ensemble des utilisateurs d'ordinateurs personnels, même si elle les a fait payer trop cher et a entravé le développement de produits meilleurs que les siens. De toute façon, si l'on cherche un secteur d'activité où les gains sont encore plus inégalement distribués autour de la moyenne que dans la finance, on aura aucun mal à en trouver : dans le monde des comédiens ou des chanteurs, par exemple, ou des sportifs professionnels. Cela choque cependant beaucoup moins, car, ici aussi, la réussite économique est perçue comme étant due à un talent exceptionnel, mais surtout socialement utile.

On en vient donc à l'hypothèse que le discrédit porté sur les activités financières semble bien lié à leur nature même, au fait qu'elles ne font que manipuler de l'argent, ce qui, aux yeux de beaucoup, leur confère un caractère immatériel, virtuel. Décrypter les raisons de ce discrédit passe alors par la compréhension de ce qui est réellement visé dans la distinction « sphère

réelle/sphère financière ». Je développerai la thèse que ce qui est visé aujourd'hui, souvent obscurément, sont deux caractéristiques de la finance globale de marché, qui en font un terrain particulièrement propice à la grande spéculation et qui rendent les krachs à la fois imprévisibles et inévitables.

## DEUX CARACTÉRISTIQUES DE LA FINANCE MODERNE

La distinction sphère financière/sphère réelle pointe une véritable différence, mais elle n'est pas de l'ordre de l'immatériel contre le matériel ou du virtuel contre le réel. La différence fondamentale est que la finance donne un prix à l'avenir, alors que ce qu'on appelle l'économie réelle donne un prix au présent. Cette distinction est à mes yeux beaucoup plus opératoire et fertile pour comprendre les phénomènes financiers que la distinction plus intuitive réel/irréel. La finance évalue monétairement et fait commerce de « promesses » de revenus futurs, car tous les actifs financiers ne sont que de simples promesses, dont seul l'avenir dira si elles seront pleinement tenues. Or, si le présent est certain, l'avenir, lui, n'est nullement irréel, mais tout simplement incertain et même imprévisible. Il est, en effet, non seulement incertain au sens mathématique du terme, c'est-à-dire probabilisable et calculable (les modèles de prix des options, par exemple, sont un exemple de calcul du prix d'un actif financier en avenir probabilisable), mais il est en réalité imprévisible. Il va nécessairement se passer des choses que personne

n'avait prévues, donc qui ne peuvent pas entrer dans un calcul (les attentats du 11 septembre 2001, par exemple).

Que l'avenir soit imprévisible non seulement n'empêche pas, mais exige que chacun s'en forme, à tout instant, une représentation, sauf à tomber dans une angoisse éprouvante. Toute représentation est construite à l'aide d'un « modèle d'interprétation » des faits observables. De plus, quand un acteur sur un marché financier cherche à construire sa propre vision de l'avenir, il doit tenir compte de ce que les autres pensent ou déclarent penser (les analystes, par exemple), car en finance, comme Keynes l'avait souligné, rien ne sert d'avoir raison contre tout le monde. Par conséquent, la vision de l'avenir d'un acteur doit tenir compte de ce qu'il pense que les autres pensent. Une polarisation, largement mimétique, des visions de l'avenir sur une vision dominante qui fait un temps consensus, voilà ce qui donne leur prix aux actifs financiers.

Dans ces conditions, leurs prix peuvent connaître de brusques sauts, qui ne font que refléter le basculement des visions dominantes de l'avenir. Qu'est-ce qui provoque ces basculements ? Des informations nouvelles, qui contredisent la vision consensuelle, mais qui la contredisent de manière bien particulière. Ces informations ne sont pas simplement intégrées par le « modèle d'interprétation » des faits qui sous-tend la vision consensuelle, auquel cas les marchés manifestent leur « efficacité » en traduisant instantanément dans les prix les informations nouvelles, engendrant ainsi une volatilité « normale ». Ce sont des informations qui, de manière impré-

visible, modifient profondément le modèle d'interprétation lui-même et provoquent ainsi d'amples et brusques (à cause du mimétisme) mouvements de prix.

Ainsi, en été 1997, une série d'informations en provenance de Thaïlande fait basculer le consensus sur les capitalismes asiatiques. De champions universellement encensés d'un développement équilibré et rapide, les voilà qui passent presque instantanément au statut de *crony capitalism*, capitalisme de copains et de coquins, corrompus et inefficaces. Avec les conséquences que l'on sait sur le prix des monnaies et des actifs, non seulement de la Thaïlande, mais de toute la région, hormis les pays qui avaient eu la grande sagesse de ne pas ouvrir trop tôt leur compte de capital. Ces pays ont ainsi perdu, au minimum, deux ans de croissance, alors qu'on peut toujours sérieusement se demander, même avec le recul, si la crise n'a pas résulté d'une simple modification autoréalisatrice des anticipations de quelques investisseurs occidentaux.

Ainsi, au printemps 2000, une série d'informations modifie en profondeur le modèle sous-jacent à la vision alors dominante de la nouvelle économie. Avec les conséquences que l'on sait sur le patrimoine des épargnants qui avaient eu la mauvaise idée d'investir au plus haut, ainsi que sur la conjoncture américaine et donc mondiale, en raison de « l'effet de richesse ».

Bref, en finance de marché, les krachs sont imprévisibles. De plus, ils sont inévitables.

Ils sont inévitables en raison de l'asymétrie de la politique monétaire à l'égard de l'évolution du prix des actifs

financiers. À partir du moment où l'on est dans un système de pure monnaie de crédit, la finance crée non seulement des droits incertains sur la richesse future, mais des droits en excès sur ce que sera cette richesse future. Voyez comment s'est comporté Alan Greenspan, le président de la Réserve fédérale américaine (FED), lors de la phase haussière du prix des actions aux États-Unis. Il a commencé par dire que les marchés financiers étaient, à son avis, trop « exubérants », qu'on était en pleine bulle spéculative. On pouvait donc s'attendre à ce qu'il fasse quelque chose pour « calmer la Bourse » : par exemple, relever les taux d'intérêt. En d'autres termes, on pouvait s'attendre à ce qu'il assigne à la politique monétaire l'objectif de contrôler l'inflation non seulement du prix des biens et services, mais aussi des titres. Puis, il a déclaré que, tout bien considéré, la FED n'était pas mieux placée que des millions d'investisseurs privés pour affirmer que les actions étaient surévaluées. Les responsables de la politique monétaire estiment donc ne pas devoir agir lors d'une hausse des marchés financiers qui peut paraître, à certains, excessive. Mais ce qui est important, c'est que réciproquement, quand survient un krach boursier, les banques centrales agissent pour essayer de tempérer ses effets dépressifs sur le reste de l'économie. La politique monétaire est donc dissymétrique. On refuse de restreindre la création monétaire quand le prix des actifs s'envole ; en revanche, on ouvre les vannes du crédit quand les prix s'effondrent. C'est pour cette raison que la finance crée toujours des droits en excès sur la richesse future. Grâce à la création monétaire, il y a

presque toujours trop de droits financiers créés, sans qu'on puisse cependant savoir exactement combien.

On peut donc être certain que, la plupart du temps, circulent des actifs financiers, autrement dit des droits sur la richesse future, qui ne seront pas honorés à leur valeur actuelle. C'est une sorte de mistigri, un peu comme la mauvaise carte au jeu, qui circule sans qu'on puisse connaître sa nature exacte, ni qui le détient. Est-ce vous ou moi ? Moi, avec mes actions de la nouvelle économie malgré la chute des cours, ou vous avec vos obligations du Trésor américain ?

La finance actuelle, qui est une finance de marché globale, a une forte tendance à engendrer de gros mistigris, parce que la hausse du prix des actifs financiers y est alimentée par la création monétaire de façon non contrôlable. La finance aspire la monnaie : quand elle se met à créer des droits en excès sur la richesse future, la création monétaire suit.

La purge périodique des droits en excès, du mistigri, est donc inévitable. Il y a trente ans, quand les pays riches avaient des systèmes financiers nationaux largement cloisonnés et à dominante bancaire, c'était l'accélération de l'inflation qui se chargeait de purger les droits en excès. En finance de marché globale, cette purge prend la forme d'effondrements du prix de certains actifs. Les krachs y sont inévitables.

## LES RAISONS DU DISCRÉDIT

En fin de compte, il me semble que ce sont ces deux caractéristiques de la

finance de marché contemporaine qui expliquent son discrédit :

- les prix des actifs ne reflètent que des anticipations moyennes et, de ce fait, subissent de brusques variations de manière imprévisible ;
- cela prend inévitablement, périodiquement, la forme de krachs qui engendrent de sévères récessions.

La première caractéristique, l'instabilité des prix, fait de la finance, le temple de la spéculation. On peut, certes, spéculer sur l'évolution des prix des biens immobiliers et des œuvres d'art. Mais les coûts de transaction sont élevés, et il n'est pas possible d'utiliser les effets de levier très puissants qu'autorisent en finance les marchés dérivés. C'est donc la finance qui permet les enrichissements les plus rapides et les plus spectaculaires, même si ce ne sont pas toujours les plus durables. Or, ceux qui s'enrichissent ainsi ne le doivent qu'à des talents très particuliers : savoir anticiper de très peu les retournements des « visions consensuelles » de l'avenir, et avoir le goût du risque. Ces deux talents ne sont généralement pas considérés, contrairement aux talents managériaux, d'acteurs ou de sportifs, comme étant socialement très utiles.

En conséquence, la spéculation, particulièrement financière, fait l'objet d'une condamnation morale sans appel. Les spécialistes savent bien que les cas extrêmes d'enrichissement par la spéculation ne sont que l'écume d'un phénomène plus profond et indispensable. La finance organise un marché des risques liés à l'imprévisibilité de l'avenir : si certains veulent se débarrasser de risques, il faut bien que d'autres les prennent, et ils ne le

font que s'ils sont, statistiquement, suffisamment rémunérés pour cela. Mais rien n'y fait : il reste qu'aux yeux de la grande majorité des gens, il est inadmissible qu'on puisse gagner des milliards sur un coup de dé, en jouant de plus, la plupart du temps, avec l'argent des autres. D'autant que les milliards en question, les gens savent bien qu'ils ne tombent pas du ciel.

Et c'est là qu'intervient la seconde caractéristique de la finance qui, à mes yeux, explique également son discrédit : les accidents de la finance, tels les krachs boursiers ou les crises de change dans les pays émergents, ont toujours des effets destructeurs sur le reste de l'économie et engendrent nécessairement des conflits de répartition qui menacent les revenus du travail. En fait, presque toujours, les krachs financiers provoquent des transferts de revenus au détriment des revenus du travail. Qu'il s'agisse de futurs retraités qui voient leur retraite par capitalisation laminée par un krach boursier, ou de simples salariés coréens ou mexicains qui voient leurs revenus chuter pendant plusieurs années après une crise de change, ils n'y sont absolument pour rien, et ils attribuent leur sort, non sans raison, à l'instabilité intrinsèque de la finance de marché. Un pouvoir potentiellement destructeur de richesse et prédateur des revenus du travail serait alors aussi ce qui, confusément, justifierait pour beaucoup la condamnation de la finance.

Les experts diront aux gens ordinaires : « Pas de capitalisme sans finance, pas de finance sans finance de marché,

pas de finance de marché sans prises de risques et donc sans spéculation. Alors, voulez-vous en jetant l'eau du bain (la finance), jeter avec le bébé (le capitalisme qui, quoiqu'on dise, est le meilleur garant de la croissance de la richesse matérielle pour tous) ? ».

Et les gens ordinaires répondront : « Vous avez beau dire, il n'est pas normal qu'on puisse gagner des milliards en quelques jours. Il n'est pas normal que des cyclones financiers nés dans les bureaux feutrés de Wall Street appauvrissent des gens qui ne vivent,

difficilement, que de leur travail à des milliers de kilomètres de là ».

Alors le réformateur, plein de bénévolence, s'interposera : « Mais il est possible de mieux réguler la finance actuelle, d'en conserver les avantages tout en limitant ses inconvénients ! D'ailleurs, nous y travaillons ».

Certes. Tout en ce bas monde n'est-il pas perfectible ? Mais le réformateur aura beau dire : la finance fera toujours commerce de promesses, et, l'avenir n'étant pas prévisible, l'instabilité de la finance de marché restera irréductible.

#### NOTES

1. Cet article résume certaines des thèses développées par l'auteur dans *Le commerce des promesses. Petit traité sur la finance moderne*, paru aux éditions du Seuil en janvier 2001.

2. La société Microsoft dirigée par Bill Gates, qui en est aussi le fondateur et l'un des principaux actionnaires, a été condamnée en première instance pour « abus de position dominante » par le juge Jackson, au printemps 2000.