

Chapitre 5.

A quoi sert la finance? L'histoire de Zaccaria, négociant génois

Ce chapitre est une version modifiée d'un chapitre introductif de « Le commerce des Promesses. Petit Traité sur le Finance Moderne » P.N. Giraud, Seuil 2001. Son style de rédaction, volontairement « grand public », diffère donc de celui des autres chapitres de ce cours.

1. Le problème de Zaccaria

En 1298, un négociant génois, Benedetto Zaccaria¹, identifie une affaire potentiellement très rentable. Il sait qu'un stock d'alun² de 20 tonnes est à vendre à Aigues-Mortes et que l'alun est actuellement très demandé à Bruges, dans les Flandres, où l'industrie textile florissante en fait grande consommation. Pour simplifier et ne pas, à ce stade, imbriquer les questions monétaires et financières, supposons qu'une seule et même monnaie constituée de pièces d'or, les ducats, soit utilisée en Méditerranée et dans les Flandres.

Zaccaria est propriétaire d'un seul bateau et dispose des informations suivantes. Il sait que 20 tonnes d'alun se vendaient couramment environ 2 000 ducats à Bruges ces derniers mois. Ayant approché le propriétaire du stock d'alun à Aigues-Mortes, il sait pouvoir l'acquérir pour 1 000 ducats. L'opération durera trois mois: deux mois de transport maritime, un mois pour ramener l'or de Bruges à Gênes, par la voie terrestre, beaucoup plus sûre. Se tenant informé, auprès des autres marchands génois, des fortunes de mer sur la route Méditerranée-Flandres, il évalue (évaluation nécessairement grossière) que l'effet conjugué des tempêtes et des pirates provoque une perte moyenne de 10 % des navires. De son côté, la route terrestre qu'empruntera l'or au retour ne présente un risque de perte (vol par des bandits de grand chemin) que de 5 %, toujours très approximativement.

S'il parvient effectivement à vendre l'alun à Bruges pour 2 000 ducats, il est en mesure de calculer ses probabilités de pertes et de gains. Mais rien ne dit qu'au bout de deux mois, durée

du voyage maritime, le prix de la cargaison d'alun à Bruges sera de 2 000 ducats. En fonction des activités des autres marchands qui font converger l'alun vers Bruges et de la demande d'alun à Bruges, le prix pourra varier, dans les deux sens. Zaccaria prend donc aussi un risque de variation du prix de l'alun. Dans ce cas, la variation des prix peut lui être favorable ou défavorable.

Aussi Zaccaria doit-il compléter son évaluation des risques de transport par celle du risque de prix. Mais tout cela reste approximatif: Zaccaria ne dispose pas de statistiques très précises sur les risques de transport, ni sur les prix passés de l'alun à Bruges, ni sur les événements susceptibles d'affecter ces prix quand il livrera.

Prenant trois risques (de mer, de transport de fonds, de prix), qui sont tous trois élevés et, de plus, difficiles à évaluer, il ne décidera de se lancer dans cette aventure que si le gain espéré lui procure une rentabilité de son capital très supérieure à un usage alternatif moins risqué: faire du commerce de proximité par exemple, ou l'investir dans l'immobilier à Gênes.

1.1 Les fonctions de Zaccaria

S'il décide finalement de risquer cette opération avec son propre bateau et ses propres capitaux, Zaccaria est en réalité bien plus qu'un négociant :

- C'est un investisseur: il investit son propre or.
- C'est aussi un armateur. En tant que tel, il se livre à une activité «productive», le transport.
- C'est un convoyeur de fonds (autre activité «productive»).
- Il est également son propre assureur: il assume le risque d'une perte en raison d'une fortune de mer ou d'un vol.
- Enfin, c'est un spéculateur car il a acheté une marchandise sans connaître le prix auquel il pourra la revendre. Selon la définition très généralement acceptée, la spéculation consiste à acheter (respectivement vendre) quelque chose dans le seul espoir de le revendre (respectivement racheter) plus cher (respectivement moins cher). Un spéculateur est simplement quelqu'un qui accepte de prendre un «risque de prix» dans l'espoir d'un gain.

On rétorquera qu'un négociant, défini comme quelqu'un qui achète une marchandise à un individu pour la revendre plus tard à un autre, généralement dans un autre endroit, à un prix initialement inconnu, assure nécessairement les fonctions d'investisseur, d'armateur, de

convoyeur, de spéculateur et d'assureur. Mais il n'est d'aucun intérêt, pour l'analyse, d'adopter une définition si étendue du négociant, car ces fonctions peuvent être remplies par d'autres acteurs, comme on va le voir. Reste cependant, une fois ces fonctions déduites, la fonction «pure» du négoce: l'identification d'une offre et d'une demande, généralement distinctes dans l'espace et dans le temps, dont la mise en rapport engendre un profit commercial. La fonction spécifique d'un négociant, c'est d'être le premier à rassembler deux informations. Premièrement, X est prêt à vendre une marchandise à tel endroit à tel prix; deuxièmement, Y est prêt à l'acheter à tel autre endroit à tel prix. Si X ou Y connaissaient l'information détenue par l'autre, ils pourraient se passer du négociant, mais auraient toujours besoin de transporteurs, de banquiers, d'assureurs, etc.

Zaccaria est un excellent négociant. Cela signifie qu'il a un réseau d'information étendu et qui fonctionne rapidement. A-t-il intérêt à faire lui-même l'ensemble de l'opération telle que nous l'avons décrite? La société dans son ensemble a-t-elle intérêt à ce qu'il la fasse? La réponse à ces deux questions passe par l'analyse de l'intérêt, individuel et collectif, de deux processus: la division sociale du travail et la répartition des risques.

Ainsi Zaccaria lui-même n'a pas nécessairement intérêt à être armateur pour son propre compte. Il ne possède qu'un seul bateau. Il le rentabilisera mal s'il ne trouve pas de fret pour le voyage de retour ou s'il reste longtemps au port entre deux voyages. Un armateur disposant d'une flotte importante résoudra plus facilement les problèmes de taux d'occupation de ses navires et sera donc à même, s'il existe une concurrence suffisante entre armateurs, de proposer des services de fret à moindre coût, ce qui est dans l'intérêt de Zaccaria, mais aussi de la collectivité.

Quant au risque de fortune de mer, il dépend de l'importance de l'opération par rapport à l'or dont dispose Zaccaria. En effet, si, au retour de chaque opération réussie, Zaccaria remettait en jeu la totalité de la somme ainsi gagnée, sa probabilité de faillite dans l'année (il organiserait quatre voyages puisqu'ils durent trois mois) serait de près de 50 %. Certes, si tous les voyages étaient des succès, il aurait multiplié son capital par près de cinq³. Zaccaria peut ne pas être à ce point amoureux du risque et ce, pour d'excellentes raisons: il a une vaste famille, il pense à ses vieux jours. Il peut par exemple, après un premier voyage, mettre ses gains de côté et ne risquer chaque fois que la même somme de 1 000 ducats, qui représentera donc une part de plus en plus réduite de sa fortune; il échappera ainsi au risque de faillite totale. Mais alors ses talents de négociant, qui, rappelons-le, sont exceptionnels, se déploieront à plus petite échelle et la société y perdra. Un négociant pur, en permettant que se fasse une transaction mutuellement bénéfique pour le vendeur initial et pour l'acheteur final, qui s'ignoraient et entre lesquels il a joué le rôle d'intermédiaire, a en effet une utilité sociale incontestable. Dans notre exemple, sans Zaccaria, le vendeur d'alun d'Aigues-Mortes aurait dû brader sa marchandise à un négociant moins habile

et moins prêt à prendre des risques, qui se serait contenté de chercher à le vendre en Méditerranée. Toutes choses égales par ailleurs, les acheteurs d'alun à Bruges auraient donc aussi payé plus cher celui qu'ils ont acheté.

Tant individuellement que socialement, il serait donc bénéfique :

1) que Zaccaria puisse transmettre tout ou partie des risques qu'il prend à d'autres, si ceux-ci étaient mieux à même de les assumer, qu'il évite ainsi la faillite et qu'il puisse donc continuer d'exercer ses immenses talents.

2) qu'il exerce ses talents à une échelle digne d'eux, c'est à dire bien au delà de ce que lui permet sa propre fortune, en faisant « travailler » l'argent des autres.

Tels sont précisément les deux fonctions de la finance : affecter l'épargne aux entreprises et organiser un marché des risques

1.2 La solution qu'il trouva

À Gênes, en 1298, voici ce qui se passa. Zaccaria rencontra Suppa et Grilli, deux individus à la fortune imposante, bien supérieure à 1 000 ducats. Ils passèrent l'accord suivant. Suppa et Grilli prêtent 1 000 ducats à Zaccaria pour qu'il achète l'alun à Aigues-Mortes. Formellement, puisqu'en 1298 le prêt à intérêt est toujours interdit (ou du moins strictement contrôlé) par l'Église, ils conviennent de présenter les choses de la manière suivante. Ils achètent pour 1 000 ducats l'alun que Zaccaria a acquis de son client et confient à Zaccaria la tâche de le transporter à Bruges. En même temps, Zaccaria signe une promesse de racheter à Suppa et Grilli l'alun à Bruges pour une somme naturellement bien supérieure à 1 000, mais ceci uniquement si Zaccaria parvient à transporter l'alun sans encombre jusqu'à Bruges. Si son navire fait naufrage ou est pris par des pirates, Zaccaria gardera les 1 000 ducats et Suppa et Grilli en seront pour leurs frais. Zaccaria n'aura perdu que son bateau, et limité par conséquent sa perte.

L'opération est à la fois une opération de prêt et une opération d'assurance, déguisée en une simple opération d'assurance. Comment Suppa et Grilli en effet calculent-ils le prix auquel ils demandent à Zaccaria de leur racheter l'alun à Bruges? Premièrement, ils ont avancé 1 000 ducats et ne recevront le prix du rachat que deux mois après. Si l'intérêt pour un prêt sans risque est de 2 % sur deux mois, ils exigeront, pour rémunérer cette fonction de prêt, un prix de rachat de 1 020. Deuxièmement, ils assument le risque de perte de la cargaison. Si, comme Zaccaria, ils estiment ce risque à 10 %, le prix de rachat qui donne une espérance mathématique de gain

de 1 000 est de 1 222⁴. Mais naturellement, Suppa et Grilli n'ont aucune raison de prendre ce risque sans rémunération. S'ils évaluent à 30 % de la somme prêtée la marge supplémentaire qui justifie cette prise de risque, le prix de rachat sera 1 542 (1 222 + 300 de prime de risque + 20 d'intérêt).

Quant à Zaccaria, il espère vendre l'alun pour 2 000 ducats. S'il y parvient et rapatrie l'or sans encombre, sa marge brute sera encore de 458 (2 000 - 1 542), ce qui lui paraît suffisant pour rémunérer l'investissement dans son bateau et couvrir les trois risques qu'il conserve: la perte du bateau, le risque de variation du prix de l'alun à Bruges, et le risque de se faire voler l'or au retour.

On peut analyser la proposition de Suppa et Grilli de deux manières. Ils consentent à Zaccaria un prêt de 1 000 à deux mois au taux d'intérêt de 54,2 % pour deux mois (ils prêtent 1 000 et reçoivent 1 542 deux mois plus tard). Ce taux très élevé s'explique par une prime de risque de 52,2 % au-delà du taux sans risque de 2 %. En effet, le collatéral, c'est-à-dire la garantie fournie par Zaccaria en échange du prêt, à savoir la propriété temporaire d'une cargaison d'alun naviguant entre Aigues-Mortes et Bruges, ne couvre pas avec une sécurité absolue le montant du prêt, car il existe un risque non négligeable qu'elle disparaisse en mer et que Zaccaria ne puisse pas rembourser son prêt. Mais on peut aussi analyser l'opération ainsi: Suppa et Grilli consentent à Zaccaria un prêt à 2 %, c'est-à-dire au taux sans risque, parce que Zaccaria a assuré sa cargaison pour une valeur de 1 000 auprès d'un assureur tout à fait sûr à leurs yeux de Suppa et Grilli, car il s'agit d'eux-mêmes. En tant qu'assureurs, ils font payer à Zaccaria une prime d'assurance de 522 ducats. Il vaut mieux considérer les choses ainsi, car les fonctions de prêteur et d'assureur méritent d'être distinguées, puisqu'elles peuvent, comme on va le voir, être remplies par des acteurs différents.

Mais auparavant, remarquons que, dans cette affaire, Suppa et Grilli ont pris un risque supplémentaire engendré par l'assurance même qu'ils ont consentie: le «risque moral». Supposons que Zaccaria connaisse, grâce à son vaste réseau européen qui fait de lui un négociant si remarquable, un négociant peu scrupuleux de Saint-Malo, dénommé Le Dantec, lui-même très lié à d'intrépides pirates que cette cité maritime peut s'enorgueillir d'avoir produits en grand nombre. Un discret courrier prévient Le Dantec à Saint-Malo du passage du navire de Zaccaria au large de la Bretagne, et du peu d'ardeur que mettra l'équipage (sur ordre de Zaccaria) à se défendre en cas d'attaque de pirates se signalant par un fanion d'une couleur particulière (tête de mort jaune sur fond rouge par exemple). Le navire est pris sans coup férir, le pirate le livre à Le Dantec contre le prix convenu de 200. Le Dantec entrepasse l'alun jusqu'à ce que l'affaire se calme, le revend deux mois plus tard à 1 500 à un négociant anglais (il vaut plus cher, s'étant rapproché de Bruges) et renvoie son navire correctement maquillé à Zaccaria, avec la moitié de cette somme, dont une partie servira à acheter le silence

de l'équipage.

Que peuvent faire Suppa et Grilli face à ce «risque moral», défini comme la tendance pour un assuré à négliger de se protéger contre le risque assuré, voire à le provoquer s'il y a intérêt? Pas grand-chose, sinon demander que leur neveu, un charmant jeune Génois de 20 ans, qui brûle d'impatience d'apprendre les métiers de la mer et du commerce lointain et qui leur est entièrement fidèle, embarque sur le navire de Zaccaria. Mais c'est alors le neveu qui prend un grand risque: un accident en mer, à l'époque, est si vite arrivé. Heureusement, un assureur professionnel, nous le verrons, a d'autres moyens de maîtriser le risque moral que de risquer la vie de son neveu préféré.

Ici s'arrête l'histoire et commence une fiction. Faisons donc le point. Grâce à deux de ses compatriotes, pour qui risquer 1 000 ducats représentait un enjeu bien moindre que pour lui-même et qui ont assumé les fonctions de prêteur et d'assureur, fonctions purement financières, Zaccaria a divisé par trois les pertes potentielles en cas d'occurrence du risque de mer, le risque majeur de ses opérations, au prix d'une réduction de son espérance de profit. Il continue cependant à supporter en partie ce risque ainsi que le risque de prix et le risque associé au transfert à Gênes du produit de sa vente à Bruges. Mais cette maîtrise partielle du risque de faillite, non seulement a mieux correspondu au degré de risque que Zaccaria souhaitait prendre personnellement, mais l'a encouragé à élargir le champ de ses opérations, mettant ainsi son indéniable génie commercial au profit du développement vigoureux des échanges Méditerranée-Flandres qui allaient être un moteur essentiel de la prospérité générale de l'Europe, jusqu'à l'effondrement provoqué par la peste en 1350.

Poursuivons en imaginant maintenant ce qui aurait pu se passer d'autre, en matière de division du travail et de partage des risques, si les activités financières avaient été plus développées il y a sept siècles, dans le sens qu'elles ont connu ensuite (en réalité elles l'étaient beaucoup plus que ce que notre anecdote a jusqu'ici décrit, ce qui fit dire à Fernand Braudel que les Génois ont pratiquement tout inventé de la finance moderne).

L'objectif de cet exercice est de présenter les principales institutions de la finance moderne: banques, assurances, marchés obligataires, marchés d'actions, marchés dérivés. Ce faisant, on définira les différentes fonctions de la finance, tout en poursuivant notre réflexion sur l'avantage qu'elles présentent, tant pour un Zaccaria, qui est avant tout soucieux d'augmenter ses profits (donc de diminuer ses coûts) et de minimiser ses risques, que pour la collectivité.

Voyons d'abord comment Zaccaria, projeté dans la finance moderne, peut résoudre autrement son problème de financement et d'assurance contre le risque de mer, son risque principal. Le problème tourne autour de la prime de risque qu'exigent Suppa et Grilli, dans le cas précédent. D'une part, celle-ci est négociée de gré à gré et Zaccaria ignore s'il ne pourrait

pas obtenir une prime plus faible en s'adressant ailleurs. D'autre part, mal protégés contre le risque moral, Suppa et Grilli vont évidemment avoir tendance à exiger une prime élevée.

La première solution consiste, pour Zaccaria, à séparer la fonction financement de la fonction assurance, et à s'adresser, pour le financement, à un banquier, et pour l'assurance, à une compagnie spécialisée dont c'est le métier. Présentons donc, successivement, les banques et les assurances.

2. Les banques

2.1 Les banques et la fonction de prêt

L'interdiction du prêt à intérêt ayant été levée par l'Église, nos compères Suppa et Grilli se sont officiellement transformés en banquiers. Décrivons leur métier. Rappelons d'abord que nous sommes dans une économie qui n'utilise qu'une seule forme de monnaie: des pièces d'or frappées par un Hôtel des Monnaies.

Les banquiers proposent à ceux qui disposent de pièces d'or dont ils ne comptent pas faire usage dans l'immédiat de les «déposer» chez eux. Ils proposent en fait deux types de dépôts. Le dépôt à vue: l'or peut être retiré sans préavis à n'importe quel moment. Le dépôt à terme: le client prête son or à la banque pour trois mois, six mois, un an, etc., et ne peut le retirer qu'à l'échéance. Le dépôt à terme, qui est un prêt à la banque, est alors rémunéré à un taux d'intérêt qui est le taux emprunteur de la banque. L'or déposé chez les banquiers est en effet reprêté par eux.

Le métier fondamental du banquier, dans sa fonction de prêteur, est d'évaluer le risque des emprunteurs. Nous avons déjà vu cela avec Zaccaria. Plus élevé est le risque que l'emprunteur soit incapable de rembourser son emprunt, plus le banquier lui prêtera à un taux d'intérêt élevé. Si un banquier surestime un risque particulier d'emprunteur et demande un taux excessif, l'emprunteur s'adresse à un concurrent. Si un banquier sous-estime régulièrement les risques des emprunteurs, par exemple pour gagner de nouveaux clients, il court le risque de faire faillite. En effet, au cours d'une période donnée, la marge brute bancaire, c'est-à-dire la différence entre les intérêts reçus par la banque et ceux qu'elle paie sur les dépôts, doit être supérieure à la somme des prêts non performants (ceux qui ne sont pas remboursés) et des frais de fonctionnement. La différence est le profit net de la banque. Comme les défaillances des emprunteurs n'ont aucune raison d'être uniformément réparties dans le temps (elles seront par exemple plus fréquentes en période de récession économique), un banquier prudent doit

constituer des «réserves». Initialement, ce sera l'apport en or du banquier quand la banque est fondée. Ensuite, au fur et à mesure que ses activités de prêt se développent, la banque conservera en réserve une partie de ses profits, pour faire face au caractère aléatoire des prêts non performants.

2.2 Les crises bancaires

Une banque devient insolvable lorsque le montant de son actif, schématiquement ses réserves plus ses créances sûres (c'est-à-dire ce que ses emprunteurs lui rembourseront à coup sûr), devient inférieur au montant de ses dépôts. Dans ce cas, en effet, la banque ne pourrait pas faire face au retrait des dépôts à vue et au remboursement des dépôts à terme.

Cette incapacité à faire face à un mouvement de retrait de dépôts peut cependant se produire dans un autre cas que celui de l'insolvabilité, qu'il est essentiel de ne pas confondre avec lui: l'illiquidité. Une banque peut se trouver dans une situation d'illiquidité, même si tous ses prêts sont performants (lui laissant ainsi un profit net), si elle a emprunté «court» pour prêter «long». Les ressources des banques sont les dépôts à vue, que les clients peuvent retirer à tout instant, et les dépôts à terme. Faiblement rémunérés, ceux-ci sont en général prêtés à la banque à court terme (trois mois par exemple). Or une banque utilise généralement ces ressources pour faire des prêts longs: un an ou beaucoup plus. Elle assure ainsi une fonction de «transformation» d'une épargne qui souhaite être placée à court terme (pour pouvoir en cas de besoin être dépensée, ou investie différemment) en crédits longs, comme ceux qu'exigent par exemple l'acquisition de logements par les individus ou les investissements industriels.

Dans ces conditions, il se peut qu'un mouvement de retrait des dépôts à vue et de non-renouvellement des dépôts à terme épuise les réserves d'une banque. Elle est alors en situation d'illiquidité. Mais contrairement à l'insolvabilité, cette situation n'est que temporaire, car l'or qu'elle a prêté «rentrera» et le total de ce qu'elle a prêté augmenté des intérêts qu'elle recevra excède le total de ses dépôts et des intérêts qu'elle doit. La solution est donc que la banque illiquide emprunte, par exemple à d'autres banques. Elle le fera en cédant aux banques qui viennent à son secours une partie des créances qu'elle détient, naturellement les plus sûres.

Illiquidité et insolvabilité sont donc deux situations de «crise» bancaire bien différentes.

L'illiquidité, définie comme une insuffisance temporaire et réversible de réserves, vient de ce que les banques empruntent généralement plus court qu'elles ne prêtent.

L'insolvabilité d'une banque est provoquée par un volume de prêts non performants qui excède les réserves accumulées.

L'illiquidité exige simplement un prêt temporaire de liquidité, c'est-à-dire de monnaie, c'est-à-dire d'or dans notre cas.

L'insolvabilité ne peut se résoudre, schématiquement, que de trois manières. Premièrement, une liquidation, qui spoliera nécessairement une partie des déposants. Deuxièmement, une reprise (pour 1 ducat symbolique) de la banque par un investisseur qui la «recapitalise», c'est-à-dire lui apporte les réserves manquantes. Enfin, troisièmement, la reprise de la banque par l'État, qui assure tous ses engagements, provisionne les créances douteuses encore à venir, «restructure et nettoie» son bilan, en puisant dans le budget de l'État (cas du Crédit Lyonnais en France).

2.3 Le rôle de l'Etat dans la prévention et le gestion des crises bancaires :

Un État soucieux d'éviter les crises bancaires doit donc mettre en place deux types de dispositifs.

- Premièrement, un dispositif prudentiel destiné à prévenir le risque d'insolvabilité, par exemple en imposant aux banques des méthodes d'évaluation rigoureuses de leurs risques de crédit et un montant de réserves en rapport avec les risques qu'elles prennent. (C'était le rôle du ratio « Cooke », en voie de remplacement par des dispositifsq prudentiels plus élaborés)
- Deuxièmement, un dispositif destiné à fournir en cas de besoin des liquidités (de la monnaie) si les autres banques ne le font pas spontanément au niveau nécessaire. Ce dispositif s'appelle le «prêteur en dernier ressort» (PDR) : c'est la Banque Centrale qui joue ce rôle.

2.4 Les banques et la fonction de règlement

Puisque nous en sommes aux banques, voyons maintenant comment le développement de la finance va également permettre à Zaccaria de se débarrasser du second des risques de son opération initiale: celui lié au transport de son or de Bruges à Gênes. Risque réel, mais d'autant plus absurde qu'il y a de fortes chances que sa cassette pleine d'or croise, quelque part en route, une cassette faisant le trajet inverse et appartenant à De Jong, un négociant de Bruges, qui rapatrie ainsi les gains d'une exportation de draps des Flandres en Italie du Nord. Les banques vont se charger de régler ce problème à un coût minimum, car elles vont pratiquement supprimer le risque de transport de l'or. Voici comment.

La vente d'alun effectuée, l'homme de confiance de Zaccaria dépose 2 000 ducats d'or, à

vue, chez Van Eck, un banquier de Bruges, contre un certificat de dépôt au nom de Zaccaria. Il rentre à Gênes avec le certificat, sans désormais craindre les bandits, pour lesquels le certificat n'a aucune valeur. À Gênes, Zaccaria dépose son certificat de 2 000 ducats chez ses banquiers Suppa et Grilli, qui l'acceptent et transfèrent 2 000 ducats d'or sur le dépôt à vue de Zaccaria. Zaccaria est payé sans avoir pris le moindre risque de transport de monnaie. Si Suppa et Grilli ont accepté cette opération contre une minime commission, c'est que le banquier Van Eck dispose chez eux d'un dépôt à vue. Ils n'ont fait qu'enregistrer, par un jeu d'écriture, que le dépôt de Zaccaria avait augmenté de 2 000 ducats, et que celui de Van Eck avait diminué d'autant. Aussitôt, ils renvoient à Van Eck le certificat de dépôt que leur a cédé Zaccaria et qui désormais leur appartient. Dès réception, Van Eck transférera 2 000 ducats du dépôt que l'homme de Zaccaria avait constitué au dépôt dont disposent chez lui ses collègues Suppa et Grilli, également par un simple jeu d'écriture.

Voici comment s'inscrivent ces opérations au bilan des deux banques :

- **Comment deux banques règlent le problème de transport de fonds de Zaccaria:**

Banque Van Eck(Bruges)		Banque Suppa (Gênes)	
Trésorerie:	Dépôts		Dépôts :
+100	-Compte Zaccaria: +100		- Compte Zaccaria:
	-Compte B.Suppa: +100		+100
			- Compte B.Van Eck:
			-100

Pendant ce temps, le négociant De Jong aura fait l'inverse: déposé contre certificat chez Suppa et Grilli le produit de ses ventes en Italie, rapatrié le certificat à Bruges, présenté le certificat à Van Eck qui en crédite le compte de De Jong et débite celui de Suppa et Grilli. Et Van Eck renvoie le certificat passé à son nom chez Suppa et Grilli qui débitent le compte ouvert par De Jong et créditent celui de Van Eck.

Il ne surgit de difficulté que si les opérations dans un sens, du type Zaccaria, sont supérieures en valeur à celles dans l'autre sens, du type De Jong. Dans ce cas en effet, le dépôt de Suppa et Grilli chez Van Eck va augmenter, tandis que celui de Van Eck chez Suppa et Grilli va s'épuiser. Si cette situation est perçue par les deux banquiers comme temporaire et devant normalement se renverser, Suppa et Grilli se contenteront de reconstituer le dépôt de Van Eck

en lui prêtant de l'or, naturellement contre intérêt au taux «interbancaire». Si et seulement si Suppa et Grilli s'inquiètent de cette situation, car ils y voient l'indice d'une possible insolvabilité à terme de Van Eck, ils retireront leur dépôt chez Van Eck et refuseront de créditer les comptes de ceux qui leur présenteront des certificats de dépôt de chez Van Eck. Mais même cela ne se traduira pas nécessairement par des transports lointains et dangereux d'or, car Suppa et Grilli peuvent très bien déposer chez un autre banquier de Bruges, plus sûr à leurs yeux, leur or retiré de chez Van Eck.

De l'or ne devra finalement être transporté des Flandres en Italie que si l'ensemble des marchands d'Italie vendent plus en Flandres que l'ensemble des marchands flamands en Italie. Les Flandres auront alors un «déficit commercial» avec l'Italie et ce déficit se traduira par un transport d'or des Flandres en Italie. À moins que l'ensemble des banquiers italiens ne décident de prêter à l'ensemble des banquiers flamands, parce qu'ils pensent que ce déficit commercial est temporaire et que son inversion permettra au système bancaire flamand de les rembourser.

Remplaçons «certificat de dépôt» par «chèque» et nous avons la situation contemporaine dans ses grandes lignes. Ainsi est illustrée une seconde fonction des banques: organiser les paiements entre agents économiques.

3. Les assurances et le risque moral

Revenons à Zaccaria, qui, rappelons-le, a décidé de séparer le financement de son opération de négoce et l'assurance du risque de mer que celle-ci implique. Il se présente donc aux banquiers Suppa et Grilli avec un contrat d'assurance, souscrit auprès d'une compagnie d'assurance maritime, qui lui garantit le paiement de la valeur de sa cargaison, soit 1 000, si son navire est perdu en mer. Cette compagnie d'assurance étant solide et de grande réputation (on verra pourquoi), il obtient ainsi de la banque un prêt au taux minimum, le taux bancaire pour les prêts à faible risque.

Comment et auprès de qui s'est-il assuré? On peut imaginer qu'il ait demandé à la compagnie d'assurance maritime de l'assurer lui-même en tant qu'armateur. Mais la compagnie lui fera remarquer, s'il ne s'en est pas convaincu lui-même, qu'en tant qu'armateur, avec son unique bateau, Zaccaria n'est qu'un amateur, présentant pour la compagnie d'assurance des risques plus élevés que les armateurs professionnels de Gênes. Sa prime d'assurance sera donc plus élevée que celle que paient ces derniers. Zaccaria décide donc d'abandonner le métier d'armateur, où il n'excellait pas, pour se concentrer sur ce qu'il sait faire mieux que quiconque, le

négoce. Il confie le transport de l'alun à un armateur réputé et c'est ce dernier qui assure sa cargaison. Double gain: le transport lui reviendra moins cher en raison des économies d'échelle auxquelles accède l'armateur de grande envergure et la prime de risque sera moins élevée.

Comment fonctionne en effet la compagnie d'assurance? Pour réussir dans ce métier, dont le principe est la mutualisation des risques, il faut avoir une connaissance statistique très poussée de l'occurrence et de l'ampleur des sinistres, et trouver des moyens de réduire le risque moral de la part des armateurs qui s'assurent. Les compagnies d'assurance, au lieu de se contenter comme Zaccaria de rassembler des informations éparses sur le risque de mer, investissent dans une collecte systématique d'informations et acquièrent donc une connaissance beaucoup plus précise du risque.

Quant au risque moral, elles le réduiront, d'une part, par des mesures de surveillance, en passant du neveu à des employés spécialisés dans cette tâche et *a priori* plus efficaces et, d'autre part, en proposant aux armateurs des contrats sophistiqués qui, en leur laissant une partie du risque, vont les inciter à le réduire d'eux-mêmes, par exemple des contrats avec une franchise en cas de sinistre et des bonus / malus. Ce faisant, elles acquièrent une connaissance de plus en plus complète sur les différents armateurs. En outre, en favorisant les plus compétents et les plus prudents par des primes inférieures, elles les avantagent et contribuent à la sélection des meilleurs par la compétition, ce qui, en tendance, réduit le nombre des sinistres et permet de réduire encore les primes.

Notons que le niveau des primes d'assurance, s'il est connu, donne ainsi gratuitement à tous une mesure du risque réel de mer bien plus précise que celle dont disposait Zaccaria en collectant des données imparfaites. Ainsi, même pour un négociant qui préférerait auto-assurer son activité de transport, l'existence de compagnies d'assurance permet de mieux évaluer et donc de tarifer le risque. La réduction des coûts de transport et des primes d'assurance est, dans un premier temps, favorable aux marchands qui, tel Zaccaria, adoptent cette formule. Puis, par la concurrence entre marchands, elle se généralise et conduit à une baisse des prix offerts à Bruges pour les marchandises venant de Méditerranée. D'où un gain collectif dont l'origine est un gain de productivité induit par une meilleure organisation des ressources dans le transport et par la réduction des pertes en mer.

4. Les marchés obligataires

Deuxième solution: Zaccaria décide de ne pas séparer le financement de l'assurance de son activité de négoce, mais de rechercher, pour le risque qu'elle représente, la prime

globale la plus faible possible.

Au lieu de négocier un crédit (pour une activité non assurée) avec Suppa et Grilli, il leur demande de placer 100 obligations⁵ de 10 ducats, émises par lui, auprès du «public», c'est-à-dire de ceux qui ont de l'or à placer et qui ne sont pas hostiles à l'achat d'obligations «à risque» plutôt que de prêter leur or à un taux faible aux banquiers. Il faut bien sûr pour cela que Zaccaria offre ses obligations à un taux d'intérêt bien supérieur à celui d'un dépôt rémunéré dans une banque solide, dont le risque est très faible. Mais il faut aussi qu'il donne aux acheteurs de ses obligations des informations fiables sur le risque que représente réellement son activité de négociant, sinon le public n'acceptera ses obligations qu'à des taux incluant des primes de risque très élevées.

La notation

Zaccaria demande donc à une agence de notation, bien connue sur la place de Gênes pour son indépendance et ses techniques éprouvées d'évaluation des risques, de «noter» le sien. Remarquons que l'agence notera en réalité deux choses: le risque de l'activité de Zaccaria et celui de Zaccaria par rapport aux autres négociants de la place exerçant la même activité. Pour évaluer le premier, elle devra, comme la compagnie d'assurance, rassembler des informations sur le risque de mer et ses notes auront pour effet de les rendre publiques. Quant à l'appréciation du second, elle suppose un audit particulier des activités de Zaccaria, de son organisation, de sa capacité à minimiser les risques de sa profession. S'il est mieux noté que la moyenne de sa profession, Zaccaria pourra placer ses obligations à un taux plus faible.

De manière plus générale, en offrant des obligations au public et en mettant ainsi en concurrence tous les prêteurs, Zaccaria, si sa note est bonne au sein de sa profession, obtiendra très probablement un taux inférieur à celui du prêt bancaire qu'il pourrait négocier bilatéralement avec Suppa et Grilli. Une des raisons en est qu'il s'adresse ainsi directement à ceux-là mêmes à qui Suppa et Grilli empruntent, pour reprêter aux négociants comme lui. La différence entre le taux auquel les banquiers empruntent et celui auquel ils prêtent comprend certes les primes de risque, mais aussi les frais de fonctionnement et les profits bancaires. Ce sont eux dont Zaccaria fait l'économie. Ses banquiers prennent certes une commission pour placer des obligations dans le public, mais celle-ci est très inférieure à la différence entre les taux emprunteur et prêteur des banques, c'est-à-dire au coût de l'intermédiation bancaire. La question de savoir si Zaccaria obtiendra du public une prime de risque plus faible que de son banquier est plus ambiguë. Disons que plus le risque que présente Zaccaria est spécifique et difficile à évaluer par les méthodes standardisées des agences de notation, plus un banquier qui

travaille avec lui depuis longtemps et le connaît bien sera susceptible de lui offrir une prime de risque inférieure à celle du «marché». Dans le cas contraire d'un risque standardisé et statistiquement bien évalué, les primes offertes par les banques et le marché seront très proches et le fait de se passer de l'intermédiation bancaire conduira à un taux plus faible pour Zaccaria.

Marchés secondaires, banques et teneurs de marché

Puisque nous avons introduit la notion de «marché» financier, sur lequel se rencontrent directement emprunteurs et prêteurs, développons un peu. Remarquons d'abord qu'il est clair que le public acceptera d'autant plus facilement d'acheter des obligations qu'il existe un marché secondaire où elles peuvent à tout moment être revendues. C'est pourquoi les banquiers de Gênes ont eux-mêmes organisé un tel marché. Cela peut sembler paradoxal: organiser la possibilité pour des emprunteurs d'accéder directement aux prêteurs et de se passer ainsi des intermédiaires que sont les banques semble aller contre l'intérêt des banques.

Mais il n'en est rien, pour quatre raisons. La première est que la fonction d'intermédiaire (le banquier tel que nous l'avons jusqu'ici défini en est un, le négociant en est un autre) est par nature menacée de court-circuit, au fur et à mesure que l'information circule entre acteurs économiques. Il vaut donc mieux, plutôt que de résister à une tendance irrésistible, chercher à tirer parti de ce qui se développe. Or, pour les deuxième, troisième et quatrième raisons, les banquiers sont bien placés pour le faire. D'abord, ils sont bien placés pour émettre eux-mêmes des obligations et se procurer ainsi de l'or qu'ils reprêteront. Ensuite ils sont bien placés pour vendre les obligations des autres puisqu'ils connaissent un nombre important de clients qui ont placé leur or chez eux. Ils le font contre une commission, certes faible, mais qui constitue un gain sûr. Enfin et surtout, ils sont les mieux placés pour assurer le rôle, fondamental, de «teneurs de marché» et en tirer des profits substantiels. De quoi s'agit-il?

Imaginons que la rumeur se répande à Gênes que Zaccaria vient de subir la perte en mer qui menace gravement sa capacité à rembourser à l'échéance les obligations qu'il a émises. Ceux qui les détiennent, par précaution et sans attendre confirmation de la rumeur, peuvent préférer les vendre très vite sur le marché secondaire et, s'ils sont les premiers à le faire, subir ainsi une perte limitée (le courant de vente fait baisser le prix de ces obligations) plutôt que de risquer une perte totale si Zaccaria fait réellement faillite. Mais ce courant de vente a toutes les chances de se transformer en torrent. La baisse des cours des obligations de Zaccaria semble alors confirmer, même aux yeux des sceptiques qui ne se fient généralement pas aux rumeurs, qu'il y a bien anguille sous roche. Il risque donc de n'y avoir plus personne pour acheter ces obligations. Le marché devient «illiquide»: même à un prix très bas, personne ne veut acheter.

C'est là qu'interviennent les «teneurs de marché». Même s'ils ne sont pas mieux informés que le public, ils attendent que le prix des obligations ait suffisamment baissé pour les acheter. À quel prix commencent-ils à acheter? À un prix tel que le gain, si la rumeur est infondée et que les obligations remontent donc à leur cours initial, est à leurs yeux suffisamment élevé pour compenser le risque que la rumeur soit avérée⁶. Ils le feront d'autant plus, et à des prix d'autant plus élevés, qu'ils sont mieux informés que la moyenne du public. Pour être un teneur de marché, il faut donc: premièrement pouvoir disposer rapidement de quantités importantes de monnaie pour absorber le flux des ventes de panique, deuxièmement avoir un système d'évaluation des risques meilleur que celui du public, troisièmement avoir un goût du risque supérieur à celui de la moyenne du public, quatrièmement avoir un capital propre tel qu'une perte sur un seul pari raté (Zaccaria a effectivement fait faillite) ne mette pas en danger votre existence même. Les banques réunissent ces conditions.

Remarquons qu'un teneur de marché est un spéculateur et, statistiquement au moins, gagne beaucoup d'argent à se livrer à cette activité. Il achète en effet quand les prix sont bas pour revendre à des prix plus élevés. Mais, en même temps, ce rôle est indispensable pour que les marchés restent liquides, donc pour que les prêteurs adverses aux risques qui veulent s'en dégager puissent le faire. Il contribue à limiter les pertes de ceux qui cèdent facilement à des mouvements de panique. Nous rencontrons donc, pour la première mais pas pour la dernière fois, le rôle très ambigu de la spéculation.

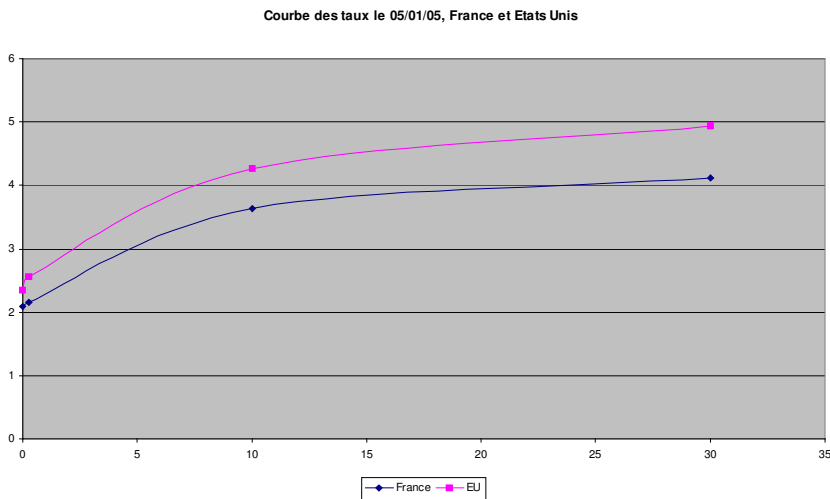
Retenons à ce stade deux choses. :

- **La première est qu'un marché financier est une véritable institution qui exige pour fonctionner au moins deux catégories particulières d'acteurs:**
 - **des agences de notation rendant publiques des informations sur les risques des emprunteurs,**
 - **des teneurs de marché assurant la liquidité du marché.**
- **La seconde est que les banques, en tant qu'intermédiaires, et les marchés financiers doivent être vus comme complémentaires, plutôt qu'en concurrence.**

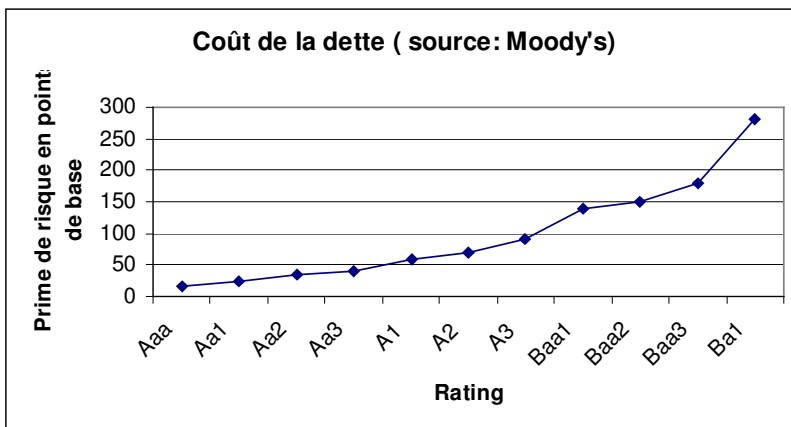
Illustrations :

Le taux d'intérêt servi par une obligation dépend de son risque.

Le risque d'obligations « sans risques », c'est à dire émises par les Etats les plus sûrs, augmentent cependant avec la maturité, car le risque de se tromper sur l'inflation augmente avec elle :



Le taux augmente avec le risque spécifique de l'émetteur, ici noté par Moody's (cf chapitre précédent) :



5. Les marchés d'actions

Troisième solution: Zaccaria décide de s'autofinancer et de s'auto-assurer, non pas avec son seul or, mais aussi avec celui d'individus prêts à s'associer à ses affaires, dont il garde la direction. Autrement dit, il assume tous les risques, mais en les partageant avec d'autres individus ayant le goût du risque.

Pratiquement, il transforme son affaire en société par actions et introduit une partie, minoritaire, de ses actions en Bourse en augmentant son capital. Il vend donc sur un autre marché financier, le marché – dénommé Bourse – des actions, des droits de propriété sur son entreprise.

Copropriétaires de l'entreprise Zaccaria, les actionnaires autres que Zaccaria sont minoritaires. Ils n'ont droit qu'à une chose: une part, proportionnelle à celle du capital qu'ils détiennent, des bénéfices que Zaccaria décidera chaque année de distribuer aux actionnaires. Il est donc nécessaire qu'ils puissent «sortir» de cet investissement si les bénéfices distribués ne leur conviennent pas, donc qu'existe un marché secondaire des actions. C'est encore plus nécessaire que dans le cas des obligations, car en vendant des actions, Zaccaria ne s'est engagé à rien en ce qui concerne leur rentabilité.

Se posent ici aussi des problèmes d'information des investisseurs. Tout d'abord, au moment de l'introduction en Bourse, si Zaccaria prétend «lever» 1 000 en vendant 20 % des actions de son entreprise, il lui faudra prouver que son entreprise «vaut» 5 000. Elle possède un bateau, des entrepôts, et surtout un réseau d'information et un savoir-faire. Bateau et entrepôts ont un prix de marché que les investisseurs connaissent. Reste à évaluer l'actif immatériel, mais tout à fait essentiel, qu'est le «fonds de commerce» de Zaccaria. Le seul moyen de permettre cette évaluation est d'ouvrir ses comptes et de donner le maximum d'informations fiables sur le volume d'affaires et la rentabilité passés mais aussi et même surtout sur les perspectives de bénéfices futurs.

De nouveau se pose un problème de fiabilité d'information et donc s'impose la nécessité d'organismes indépendants, cette fois pour «auditer» les comptes de Zaccaria et ses perspectives de profit. Ce sont les «analystes financiers». Mais le problème d'information persiste ensuite. Les actionnaires minoritaires veulent être sûrs que Zaccaria ne dissimule pas des bénéfices et veulent pouvoir suivre en temps réel l'évolution de ceux-ci. Contrairement aux détenteurs d'obligations, qui connaissent le rendement et n'ont donc qu'à évaluer le risque de défaut de l'emprunteur, les actionnaires doivent pouvoir en permanence anticiper les bénéfices futurs de l'entreprise (incluant évidemment ses risques de faillite).

Comme le marché obligataire, la Bourse, pour fonctionner correctement, exige donc des acteurs qui produisent de l'information indépendante sur les sociétés cotées. Elle exige aussi des teneurs de marché, car évidemment les mouvements de panique sur les obligations de Zaccaria évoqués dans le cas précédent peuvent aussi se produire sur les actions.

En augmentant son capital par une introduction en Bourse, Zaccaria augmente la taille de son entreprise et associe à son destin des investisseurs désireux de prendre des risques en échange d'espoirs de rendements élevés. La fonction d'agrégation des capitaux qu'assure le marché des actions présente un avantage collectif. Elle permet à Zaccaria d'étendre son activité au-delà de ce que lui permettait sa fortune personnelle et le réinvestissement systématique de tous ses gains dans sa propre entreprise. L'entreprise devient ainsi moins sensible au risque d'une faillite provoquée par l'échec d'une opération particulière, et Zaccaria peut exercer ses talents à plus grande échelle.

En même temps, le marché des actions permet une diversification des risques. Zaccaria peut, tout en conservant la direction de son entreprise, la développer et en même temps investir une partie de ses gains ailleurs. Au public, ce marché offre une opportunité de placer son or dans des instruments financiers qui, par rapport aux dépôts bancaires ou aux obligations, présentent des caractéristiques différentes en matière de rendement et de risque. Il permet donc aux investisseurs une diversification de leurs investissements. Or la diversification est, avec l'assurance, le second moyen fondamental non seulement de parvenir au couple rendement / risque que chacun préfère, mais aussi et surtout de le réduire pour un rendement espéré donné.

6. Les marchés dérivés

Reste le troisième risque qu'a assumé Zaccaria: le risque de prix.

Souvenons-nous qu'il a dû prendre une décision sur la base d'informations fragmentaires sur les prix de l'alun pratiqués récemment à Bruges. Lorsqu'il livrera son alun à Bruges, deux mois après que la marchandise aura été embarquée à Aigues-Mortes, il n'est pas sûr de pouvoir le vendre à 2 000 comme il l'espérait. Il peut aussi avoir la bonne surprise de parvenir à vendre plus cher. Zaccaria a le goût du risque, c'est entendu. Mais il le préférerait calculable. De plus, si le risque est trop important, non pas en soi mais pour lui, si par exemple il a risqué toute sa fortune sur une seule opération, il préférerait, quitte à réduire son espérance de gain, réduire aussi ce risque de prix, comme il a pu le faire des risques de mer et de transport d'or. Or de

nouvelles innovations financières rendent possible la réduction du risque de prix.

La première est simplement qu'il existe à Bruges une Bourse de commerce cotant l'alun. Sur cette Bourse s'échangent quotidiennement des lots d'alun, standardisés en quantité et en qualité, et les cours sont publics. La série des cours passés fournit en elle-même des indications précieuses pour calculer le risque de prix. Elle permet par exemple de calculer la «volatilité» passée du cours de l'alun⁷. Mais on peut aussi analyser d'éventuelles corrélations entre le cours de l'alun et d'autres données économiques qui permettent d'améliorer l'évaluation probabiliste des cours futurs et donc la mesure du risque de prix. Une fois de plus, nous constatons qu'un marché organisé produit, par comparaison à un ensemble de transactions bilatérales «secrètes», des informations utiles à ceux qui, d'une manière ou d'une autre, sont concernés par les niveaux et les évolutions des prix considérés.

6.1 Les contrats à terme

Dès qu'une Bourse cote une marchandise de qualité bien définie, il est possible d'organiser aujourd'hui la confrontation de l'offre et de la demande du lot standardisé de cette marchandise, non pour livraison immédiate, mais pour une livraison dans un mois, deux mois, trois mois, etc. La Bourse cote ainsi chaque jour des contrats pour livraison immédiate (dits «au comptant») mais aussi pour livraison dans le futur. Ces derniers, appelés «contrats à terme», stipulent donc que celui qui a vendu le contrat s'engage à livrer, dans un mois par exemple, un lot de marchandises à celui qui a acheté le contrat, à un prix qui est fixé aujourd'hui. Naturellement, jusqu'au jour de livraison prévu, tant le vendeur que l'acheteur du contrat peuvent s'en séparer (le vendeur le racheter, l'acheteur le revendre), car un compartiment de la Bourse, le marché à terme, assure la cotation de ces contrats jusqu'au jour de l'échéance. Ce jour-là, les contrats valent évidemment le même prix que les contrats au comptant du jour. Les contrats à terme sont le premier type d'«instrument dérivé». Le marché à terme, où ils s'échangent, est dit «marché dérivé».

L'intérêt des contrats à terme est qu'ils permettent de se couvrir contre le risque de variation des prix. Voyons comment. Le jour où Zaccaria décide son opération, il constate sur son ordinateur (n'oublions pas que nous l'avons projeté dans la finance moderne) que la Bourse de l'alun à Bruges donne les cotations suivantes. Le contrat d'alun, qui est de 1 tonne (pour simplifier), vaut 100 au comptant et 95 à deux mois. Zaccaria interprète, à juste titre, cette différence comme le fait que les intervenants sur le marché à terme de l'alun anticipent une baisse de son prix au comptant dans les deux mois qui viennent. Personne ne sait cependant quel

sera le prix de l'alun au comptant dans deux mois. La baisse pourrait être encore plus forte, mais tout le monde pourrait aussi s'être trompé et l'alun valoir plus de 100.

Zaccaria décide d'être prudent. Il estime qu'au prix de 95 son opération serait encore rentable, alors qu'elle ne le serait plus si le prix chutait à 80. Il vend donc 20 contrats à deux mois au prix de 95, soit $20 * 95 = 1\,900$. Ce faisant, il s'assure une recette certaine de 1 900. En effet, si, deux mois après, le jour où son alun est livrable dans les entrepôts de la Bourse de Bruges, le prix au comptant est tombé à 80, il ne trouvera personne pour lui acheter sa cargaison à plus de 1 600, et c'est le prix qu'il en obtiendra. Mais ce jour-là les contrats qu'il a vendus à 1 900 vaudront aussi $20 * 80 = 1\,600$, il les rachètera donc à ce prix, faisant un gain sur les contrats de $1\,900 - 1\,600 = 300$. Sa recette totale sera donc bien de $1\,900 = 1\,600$ (vente de sa marchandise) + 300 (gain de la vente suivie du rachat des contrats).

Par son opération sur le marché des contrats, il s'est couvert contre le risque de baisse des prix de sa marchandise. Il l'avait achetée à Aigues-Mortes sans l'avoir encore vendue. Dans le jargon financier, on dit qu'il était «long» sur l'alun physique.

Quand on est long, le risque est la baisse de prix. Pour se couvrir, il suffit de prendre sur le marché à terme une position «courte» (avoir vendu ce qu'on n'a pas encore acheté) équivalente. Tel est le principe de la couverture contre le risque de prix: prendre sur des contrats à terme des positions inverses de celles qu'on a sur le physique.

Évidemment, si, deux mois après, contrairement aux anticipations, l'alun au comptant se vend à 110, Zaccaria s'est *ipso facto* privé de ce profit inespéré. Il vendra bien en effet son alun à $20 \text{ ¥ } 110 = 2\,200$, mais devra racheter ses contrats à 2 200, perdant ainsi 300 sur la vente suivie du rachat des contrats, ce qui ramène comme précédemment sa recette totale à 1 900.

Tous les négociants longs en alun comme Zaccaria qui veulent se couvrir contre le risque de baisse du prix, vont donc vendre des contrats à terme. Il faut donc se demander qui a intérêt à les acheter, sinon il n'y aurait pas de marché à terme où un prix non nul puisse se former. La réponse logique est immédiate: il s'agit de ceux qui veulent se couvrir contre un risque de hausse des prix. Qui cela peut-il être? Logiquement encore, ceux qui sont courts sur l'alun physique, c'est-à-dire qui en ont déjà vendu alors qu'ils n'en ont pas encore acheté. Supposons un industriel qui fabrique des produits contenant de l'alun⁸. Cet industriel reçoit, de l'un de ses clients, une demande de prix pour livraison dans trois mois. Si sa proposition de prix est acceptée, il aura une commande ferme livrable dans trois mois. Il aura donc vendu l'alun contenu dans son produit. Mais le temps de fabrication de celui-ci n'est que d'un mois. Il peut

acheter l'alun aujourd'hui à 100, le stocker pendant deux mois, puis le mettre en fabrication. Il fixe alors le prix de vente de son produit sur la base d'un prix de l'alun de 100 augmenté de 5, qui est le coût physique (location d'entrepôt) et financier (intérêt sur deux mois) de stockage de l'alun pendant deux mois. Sa marge est ainsi fixée sans aucun risque. S'il se comporte ainsi, il n'a cependant aucune chance que son prix soit accepté. En effet, un autre industriel va inévitablement procéder différemment. Observant que le prix du contrat à terme de deux mois de l'alun est de 95, ce second industriel achète un contrat à deux mois et peut tranquillement fixer le prix de son produit sur la base d'un prix de l'alun de 95 au lieu de 105⁹. Il emportera donc nécessairement le marché sur son concurrent, sans avoir pris non plus le moindre risque sur sa marge de transformateur. En effet, même si l'alun est à 110 deux mois après, quand il doit l'acheter et lancer la fabrication pour honorer sa commande, il l'achète à 110, mais revend aussi ses contrats à 110, réalisant un gain sur les contrats (110 - 95) qui ramène son coût réel d'approvisionnement à 95.

6.2 Les spéculateurs

Ainsi les individus longs en alun qui veulent se couvrir contre un risque de baisse de prix en vendant des contrats à terme rencontrent-ils sur les marchés à terme des individus courts en alun qui veulent se couvrir contre le risque de hausse des prix en achetant des contrats. Ainsi se forme à chaque instant le prix des contrats à terme, jusqu'à leur échéance où ils valent celui des contrats au comptant. Il serait cependant bien étonnant que ces deux catégories d'individus prudents, négociants sérieux et industriels solides, se trouvent ainsi seuls face à face.

Le spéculateur rôde en effet toujours autour des marchés. Imaginons que, contrairement à l'opinion moyenne des intervenants sur le contrat à deux mois, opinion qui forme un prix de 95, vous soyez intuitivement persuadé (ou supérieurement informé) que dans deux mois le prix sera 110. Que faites-vous? Vous achetez des contrats. Si deux mois après le prix est à 110, vous avez gagné 15 par contrat. S'il est à 85, vous avez perdu 10 par contrat. Il va sans dire que vous n'êtes ni court ni long en alun. Vous ne savez même pas très exactement comment est produit et à quoi sert l'alun et vous n'êtes pas le genre d'individu à vous intéresser à ces activités besogneuses et pénibles que sont le négoce, le transport maritime ou l'industrie. Vous êtes un «spéculateur pur».

Et vous aimez particulièrement déployer vos talents sur un marché dérivé, tel celui des contrats à terme car il présente pour vous une caractéristique d'un immense intérêt. Quand vous achetez un contrat, vous ne payez rien avant l'échéance: l'achat d'un contrat est la promesse

d'acheter dans deux mois à un prix fixé aujourd'hui. Ce n'est que dans deux mois que vous aurez à honorer cette promesse et à payer. Si dans deux mois cette promesse vaut plus cher, vous la revendez et payez votre achat simultanément: vous recevez votre gain sans avoir rien eu à déboursier (ou vous payez votre perte...).

Ce n'est pas tout à fait vrai cependant. Car les individus qui organisent les marchés à terme sont des gens sérieux et veulent limiter le risque que des individus peu scrupuleux achètent ou vendent des contrats pour disparaître ensuite, si par hasard l'évolution du prix se traduit pour eux par une perte. Les gestionnaires des marchés dérivés «organisés» vous demandent donc, lorsque vous achetez ou vendez des contrats, de bloquer chez eux sur un compte un *deposit* initial de, par exemple, 5 % de la valeur du contrat.

Ensuite, votre compte est suivi. Si vous avez acheté un contrat à 100 en versant un *deposit* de 5 et que son prix baisse à 96, votre perte potentielle, s'il vous fallait le vendre immédiatement, serait de 4. Les organisateurs du marché, instantanément, vous «appellent à la marge» de 4, de façon que votre compte couvre en permanence le montant de votre perte potentielle, augmenté du *deposit*. Si vous disparaissiez à ce moment-là, votre compte est immédiatement liquidé et le *deposit* sert à régler la perte. Les appels de marge, qui s'appliquent à tous les intervenants du marché, assurent donc normalement que ceux qui sont en perte restent solvables.

Mais un *deposit* de 5 % permet un «effet de levier» considérable. Vous investissez 5 pour l'achat d'un contrat à 100. Si vous le vendez à 110 deux mois plus tard (ce genre de hausse de 10 % en deux mois d'une marchandise cotée – ou d'une action – n'a rien d'exceptionnel), le gain est de 10 pour un investissement de 5: 1 200 % par an de rentabilité. On comprend que les spéculateurs soient tentés. Sont-ils pour autant (dans ce cas précis) les parasites odieux que le *vulgum pecus* voit facilement en eux? La réponse est non.

Revenons au moment où Zaccaria décide de se couvrir contre le risque de baisse du prix de l'alun. Supposons qu'à ce moment, le prix au comptant étant toujours de 100, les anticipations des acheteurs potentiels de contrats, les industriels de l'alun, soient que le prix va baisser encore plus que nous ne l'avons supposé. Dans ces conditions, très peu vont se couvrir contre la hausse en achetant des contrats. (Notons que ces industriels courts en alun, qui n'achètent pas de contrats pour se couvrir contre le risque de hausse, spéculent à la baisse.) Au lieu d'être de 95, le prix à deux mois tombe à 80, un niveau où nous avons supposé que Zaccaria renoncerait à son opération. Dilemme pour Zaccaria. Se couvrir à ce prix ne présente aucun intérêt. Il ne lui reste qu'à renoncer ou à prendre le risque de prix malgré tout, s'il pense que les industriels sont décidément trop pessimistes (du point de vue de Zaccaria, optimistes de leur point de vue). Supposez alors que de purs spéculateurs ne soient pas de l'avis des industriels et

pensent que ce prix à terme de 80 sous-estime manifestement ce que sera le prix dans deux mois: ils achètent des contrats. Le prix à terme remonte. S'il remonte assez, il va permettre à Zaccaria de se couvrir. Les spéculateurs purs «achètent le risque» dont Zaccaria veut se débarrasser. Zaccaria ne pense certainement pas que ce sont des parasites, mais bien plutôt des êtres providentiels. En effet, ils corrigent les anticipations déraisonnables de ces spéculateurs véritables mais dissimulés que sont les industriels qui ne se couvrent pas. En prenant ainsi délibérément un risque de prix, ces industriels obligent Zaccaria à en faire autant, alors qu'il ne le souhaite pas. Bref, Zaccaria bénit l'existence des spéculateurs purs, ces bienfaiteurs méconnus du négoce.

6.3 Les options et les swaps

La fonction d'échange de risque de prix que jouent les marchés dérivés apparaît encore plus clairement avec leurs deux autres grandes catégories d'instruments dérivés que sont les options et les swaps.

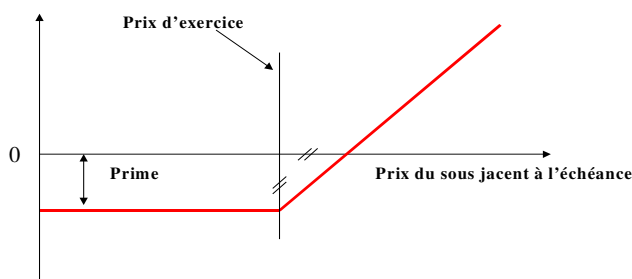
Il existe deux types principaux d'options: options d'achat (call) et options de vente (put)¹⁰. Acheter aujourd'hui une option d'achat (de vente) de 1 tonne d'alun à échéance de deux mois et au prix d'exercice de 100, c'est acheter, en payant aujourd'hui le prix de l'option, par exemple 5, le droit d'acheter (de vendre) dans deux mois 1 tonne d'alun au prix de 100 à celui qui a vendu l'option. Ainsi, si Zaccaria veut se couvrir contre une baisse du prix de l'alun qui au comptant vaut 100 aujourd'hui, il achète une option de vente à deux mois au prix d'exercice de 100. Le prix de l'option est 5, qu'il débourse aujourd'hui. Si, deux mois après, le prix de l'alun a baissé à 80, il exerce l'option de vente et cède donc son alun à 100 au vendeur de l'option qui, le revendant à 80, perd 20 moins 5, le produit de la vente de l'option qu'il conserve. Le prix effectif de vente pour Zaccaria sera $100 - 5$ (prix de l'option) = 95.

L'intérêt de l'option pour Zaccaria c'est que si le prix de l'alun a monté à 110, il n'exerce pas l'option et vend son alun à 110 sur le marché. Son prix effectif de vente sera $110 - 5$ (prix de l'option) = 105. Le vendeur de l'option évidemment gagne 5. Ainsi Zaccaria qui est long en alun, en achetant une option de vente, achète une protection contre la baisse du prix sans pour autant se priver d'une possibilité de gain si le prix monte. Un industriel court en alun achètera, lui, une option d'achat, se protégeant ainsi contre le risque de hausse tout en conservant la possibilité d'un gain si le prix baisse.

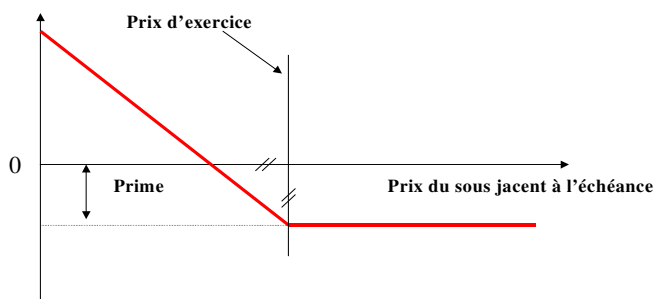
Qui sont les vendeurs d'options? Sur une simple vente d'option, on peut les considérer

comme des spéculateurs. Le vendeur de l'option de vente à Zaccaria spécule que les prix vont monter, que Zaccaria donc n'exercera pas l'option. Mais on voit très bien qu'un vendeur d'options peut couvrir ses options par des contrats à terme. Par exemple au moment où il vend l'option de vente à Zaccaria, prenant le risque que le prix baisse, il se couvre lui-même contre la baisse en vendant un contrat à terme. Un tel vendeur d'option doit plutôt être considéré comme un assureur.

Gains d'un Call



Gains d'un Put



Quant aux swaps, en voici une illustration. Zaccaria, en décidant son opération sur l'alun, se demande évidemment ce qu'il pourrait bien charger en retour pour que son navire ne revienne pas à vide en Méditerranée. Il existe une demande régulière de sucre en Méditerranée. Zaccaria trouve à Gênes un client à qui il vend 20 tonnes de sucre, livrables dans quatre mois à un prix fixé aujourd'hui. Il a décidé cette vente en même temps que son achat d'alun à Aigues-Mortes, car il sait que le prix du sucre au comptant à Bruges est de 100 la tonne (le même que celui de l'alun pour simplifier) et que cela lui offrirait une marge raisonnable, si le prix du sucre ne montait pas dans les deux mois. On a vu qu'il pouvait se couvrir contre ce risque en achetant un contrat de sucre à terme, ou une option d'achat de sucre. Étant long en alun et court en sucre (il l'a vendu sans l'avoir encore acheté), il peut aussi tout simplement faire un swap. Aujourd'hui, à Bruges, 1 tonne de sucre vaut 1 tonne d'alun à 100. Conclure un swap, c'est

trouver un autre négociant qui accepte d'échanger¹¹ 20 tonnes de sucre contre 20 tonnes d'alun dans deux mois. Mieux encore, c'est trouver quelqu'un (pas forcément un négociant, peut-être un sinistre spéculateur) qui s'engage à, dans deux mois, «recevoir de Zaccaria le prix de 20 tonnes d'alun et à payer à Zaccaria le prix de 20 tonnes de sucre». Il est clair qu'ainsi Zaccaria est couvert contre son double risque de baisse du prix de l'alun et de hausse du prix du sucre. Si l'alun a baissé à 80 et le sucre monté à 110, Zaccaria donne à sa contrepartie dans le swap $20 \text{ ¥ } 80 = 1\,600$, le produit de sa vente d'alun, et en reçoit $20 \text{ ¥ } 110 = 2\,200$, ce qui lui permet d'acheter 20 tonnes de sucre, alors que, en l'absence de swap, il aurait, par rapport à ses espérances, perdu 400 sur la vente d'alun et 200 sur l'achat de sucre, soit 600. 600, c'est naturellement exactement la perte de sa contrepartie au swap, qui donne 2 200 et ne reçoit que 1 600. Mais si l'alun monte à 110 et le sucre baisse à 80, c'est Zaccaria qui, à cause du swap, s'est privé d'un profit supplémentaire, par rapport à ses espérances, de 600, et c'est le gain de sa contrepartie au swap. On voit donc qu'ici encore, si la contrepartie de Zaccaria est un négociant qui est, lui, court en alun et long en sucre, il y a échange mutuellement bénéfique de risques opposés. Si la contrepartie est un pur spéculateur, il y a achat par le spéculateur, dans l'espoir d'un gain, des risques dont Zaccaria veut se débarrasser ;

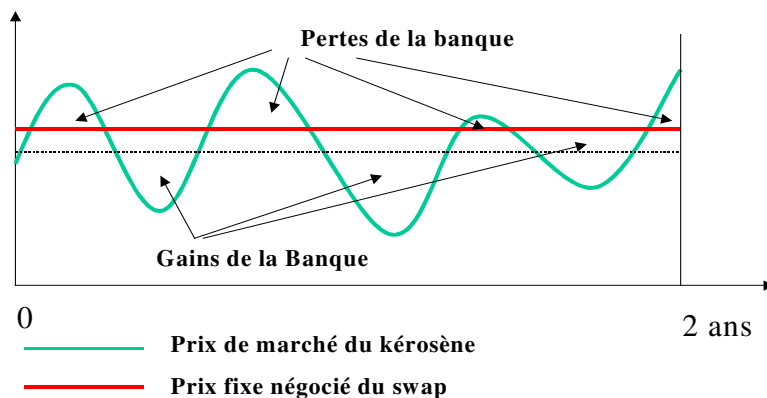
Un exemple plus contemporain de Swap :

Le principe général d'un swap est d'échanger, à des échéances prévues au départ, un prix fixe, convenu au départ, contre un prix variable, constatable sur un marché (ou réciproquement).

Exemple: une compagnie aérienne a vendu des vols à un voyageur à prix fixe pour les deux ans à venir. Elle veut fixer le prix de son kérosène (qui représente 20% du coût du billet) pour deux ans. Elle passe un swap avec une banque:

- elle paye un prix fixe à la banque
- et reçoit d'elle le prix de marché(variable) du kérosène

Elle fixe ainsi le prix de son kérosène



Les marchés dérivés sont donc des marchés où s'échangent des risques de prix.

Aujourd'hui, ils existent non seulement pour des «commodités», c'est-à-dire des marchandises standardisées (comme nous avons supposé que c'était le cas de l'alun et du sucre), par exemple le pétrole et les produits raffinés, les métaux, les produits agricoles, mais aussi pour des services standardisés comme le fret maritime, enfin et surtout pour la plupart des actifs financiers: obligations (donc taux d'intérêt), actions, indices d'actions, ainsi que pour les grandes monnaies convertibles: dollar, euro, yen, etc.

Comme les autres marchés financiers, les marchés dérivés produisent des informations, en l'occurrence des prix «futurs», très utiles à l'ensemble des acteurs concernés par l'évolution de ces prix. Comme les autres marchés financiers, ils doivent être organisés par des institutions¹² et ne peuvent fonctionner que s'il existe des «teneurs de marché», qui sont objectivement des spéculateurs. Une différence avec les marchés d'obligations ou d'actions «au comptant» est l'importance des effets de levier qu'ils autorisent. Ces derniers y rendent la spéculation spécialement attrayante, mais aussi dangereuse pour les spéculateurs.

S'y pose donc de manière particulièrement aiguë la question des effets de la spéculation. On a vu son caractère nécessaire. Sans spéculateurs prêts à «acheter» les risques de prix dont d'autres veulent se débarrasser, ces marchés ne pourraient pas remplir la fonction d'assurance, de transfert de risques, pour lesquels ils ont été créés. Cependant, reste entièrement ouverte la question de savoir si la spéculation ne peut pas, aussi, les «déstabiliser». Par exemple, engendrer des mouvements de prix qui sans elle n'auraient pas lieu, et qui se révéleraient, selon des critères de jugement à préciser, «néfastes».

7. Les fonctions de la finance

J'aurais pu raconter le même genre d'histoire en restant à Gênes, avec un Zaccaria meunier, achetant du blé, le stockant, le transformant en farine et vendant cette dernière. Certes, les risques «physiques» de cette activité productive auraient été différents: au lieu du risque de mer, celui que le stock de blé soit détruit par des parasites, par exemple. Toute activité productive, parce qu'elle se déroule dans le temps, présente des risques de ce type. Quant au risque de prix, il aurait été également présent: Zaccaria aurait acheté du blé avant d'avoir vendu de la farine et le prix de celle-ci aurait pu varier pendant le temps de production.

Ce qui a été décrit, ce sont plusieurs processus possibles de division sociale du travail non exclusifs l'un de l'autre, ou, si l'on objecte que le spéculateur pur ne «travaille» pas, de division sociale des activités. Mis à part celle de transport et celle que nous avons qualifiée de négoce pur, toutes ces activités, initialement exercées par le seul Zaccaria, sont des activités financières. Ce qu'illustre l'histoire, c'est d'abord un mouvement de séparation entre activités financières et autres activités. C'est ensuite une diversification des activités financières elles-mêmes, résultant de la séparation de leurs différentes composantes et de la spécialisation d'acteurs particuliers dans l'exercice d'activités financières précises, ce qui leur permet de les exercer à l'échelle qui autorise le coût minimum et d'accumuler plus rapidement des savoir-faire spécialisés, source d'efficacité. Ce qu'elle montre aussi, c'est qu'une telle diversification de l'offre des services financiers est également source d'efficacité accrue pour d'autres acteurs, à qui elle permet de se concentrer sur leurs «métiers».

Il est désormais possible de récapituler ce que sont les différentes fonctions de la finance:

- **Une fonction d'affectation de l'épargne à l'investissement productif**, qui se décline elle-même en deux fonctions, du côté des offreurs de fonds et du côté des demandeurs :
 - *Une fonction de transfert de la richesse dans le temps.* En se privant d'utiliser une partie de son or à l'achat de biens lui procurant une jouissance immédiate, un individu, qui devient ainsi un épargnant, peut, grâce à la finance, placer cet or en instruments financiers: dépôts rémunérés, obligations, actions, voire instruments dérivés, et le récupérer plus tard normalement augmenté du rendement de ce placement.
 - *Une fonction de mise en commun de richesse.* Elle permet de financer des projets dont l'ampleur dépasserait la richesse d'un seul individu. D'autant

qu'un individu, même très riche, préférera, par souci de réduction des risques, diversifier ses placements.

- **Une fonction de gestion des risques.**

Il s'agit des risques pris par un acteur individuel dans une opération de transfert de la richesse dans le temps. La finance permet de réduire les risques individuels en les divisant et de les transférer à d'autres individus, moins adverses au risque. Soit que le risque en question est pour eux de moindre importance, soit qu'ils souhaitent en prendre dans l'espoir de profits élevés. Elle permet ainsi à chacun de choisir le couple rendement / risque qui lui convient.

Contribuant aussi à la réduction des risques, *une fonction d'information*. Certaines institutions financières, en particulier les marchés organisés, produisent une information publique (généralement des prix) utile aux individus pour orienter leurs choix non seulement financiers, mais productifs au sens strict.

- **Une fonction de règlement,**

c'est-à-dire d'organisation du système des paiements.

8. Les systèmes financiers

Les fonctions de la finance peuvent être assurées par des instruments et organisées par des institutions différentes. Rappelons quelques exemples. Pour un épargnant, le transfert de richesse dans le temps peut passer par un dépôt bancaire rémunéré, l'achat d'obligations ou d'actions, mais aussi par l'achat de droits de propriété sur des objets tels que les œuvres d'art ou l'immobilier. Différents instruments permettent de se couvrir contre un risque de prix sur les marchés dérivés: contrats à terme, options, swaps. L'articulation de plusieurs fonctions au sein d'une opération financière peut prendre des formes diverses, ainsi qu'on l'a vu de la combinaison d'une fonction de transfert de richesse dans le temps et d'assurance contre un risque.

Quant aux institutions qui assurent une ou plusieurs fonctions de la finance dans le monde contemporain, on distingue tout d'abord les intermédiaires financiers et les marchés. Les marchés financiers, où, comme leur nom l'indique, sont cotés des instruments financiers, sont en effet aussi des institutions. Ils sont organisés: des acteurs en fixent les règles de fonctionnement, qu'elles soient purement privées ou soumises à des contrôles étatiques stricts,

et assurent leur fonctionnement. Ainsi le marché des actions à Paris est organisé par une société privée, Paris Bourse, et le déroulement des opérations est soumis au contrôle de la AMF, une institution étatique. De plus on a vu que, pour fonctionner, les marchés financiers exigent que des acteurs particuliers assurent le rôle de producteur d'information (par exemple, les agences de notation et les analystes financiers) et que d'autres assurent celui de teneur de marché.

Il existe aujourd'hui quatre grands types de marchés financiers. Les marchés de créances négociables et de titres de dettes à taux fixe ou variable, les marchés des actions, les marchés d'instruments dérivés, appelés par contraction marchés dérivés, et les marchés des changes où s'échangent entre elles les monnaies¹³.

Parmi les intermédiaires financiers, une distinction fondamentale s'impose entre banques et institutions non bancaires.

Les banques ont en effet non seulement des fonctions financières, mais aussi, comme on va le voir au chapitre 10, une fonction monétaire qui en fait des institutions financières très particulières. De plus elles assurent la fonction essentielle de règlement des transactions.

Les institutions non bancaires sont principalement les sociétés d'assurance et les «investisseurs institutionnels». Ces derniers sont des gestionnaires d'épargne pour compte de tiers. Ils collectent de l'épargne et la placent sur divers marchés financiers. On distingue les fonds de pension qui gèrent l'épargne constituée en vue d'une retraite, les fonds communs de placement (*mutual funds*) et les fonds d'arbitrage (*hedge funds*). La différence entre ces deux derniers types n'est pas tranchée. Ils gèrent des fonds collectés en général auprès de catégories aisées de la population. Les *hedge funds* sont réputés prendre plus de risques, en particulier en utilisant différents effets de levier.

Il s'agit là d'institutions privées. Certaines banques ou compagnies d'assurance sont à capitaux publics, mais ne se comportent pas différemment de leurs concurrentes privées. Les intermédiaires financiers sont cependant plus ou moins contrôlés par les États. On verra que les banques le sont assez étroitement, et pourquoi il en est ainsi.

Ces institutions privées ne sont pas les seules à assurer des fonctions financières. Deux autres institutions ont joué dans le passé, et continuent à jouer, un rôle important: la famille et l'État. Un motif essentiel de transfert de la richesse dans le temps est de subvenir à ses besoins quand on ne peut plus travailler, soit par accident ou maladie, soit parce qu'on est trop vieux. Il est clair qu'aujourd'hui encore, pour une très large part de l'humanité, c'est la famille qui assure cette fonction. Jeune, on fait des enfants et on les élève (une dépense), et l'on compte sur eux pour vous entretenir quand on est vieux ou malade (une ressource ultérieure).

Dans de nombreux pays riches, c'est l'État directement qui a organisé des systèmes de

retraite par répartition et des systèmes d'assurance maladie. Ces deux dernières fonctions peuvent, on le sait, parfaitement être assurées par des institutions privées. Quand c'est l'État qui les assume, il combine généralement aux fonctions purement financières (transfert de richesse dans le temps et assurance par mutualisation des risques) des fonctions de redistribution au sein des populations concernées. Ainsi, un système public d'assurance maladie définit les cotisations (la prime d'assurance) en fonction du revenu mais pas de l'état de santé. Un système d'assurance privée, à moins qu'il ne soit contrarié par une réglementation, tendra naturellement à différencier les contrats et les primes selon le risque de l'assuré, c'est-à-dire son état de santé, comme il le fait pour les autres risques.

Les rôles respectifs de la famille, de l'État et des institutions privées, au sein de celles-ci le rôle des marchés et des institutions financières *stricto sensu*, au sein de celles-ci le rôle et la place des banques, définissent des «systèmes financiers». Leur diversité, au cours des temps modernes, fut extrême. Elle reste importante au sein du monde contemporain.

L'évolution des systèmes financiers dans le monde actuel depuis 30 ans peut être caractérisé par :

Avant les années 70: les systèmes nationaux étaient :

- cloisonnés : l'épargne constituée dans un territoire y était « piégée » par des contrôles stricts des mouvements de capitaux à travers les frontières, ce qui permet, entre autres choses de laminer la petite épargne placée à taux fixe par l'inflation, **ce qui permet de pratiquer à grande échelle la recommandation de Keynes d'euthanasier les rentiers,**
- dominés par l'intermédiation bancaire.

Aujourd'hui: un système global caractérisé par:

- libre circulation des capitaux entre pays,
- la finance de marché domine,
- le rôle des banques s'est profondément transformé : près de 80% des profits des grandes banques viennent maintenant des activités de marché, contre 80% aux activités de prêts il y a 30 ans,
- les marchés dérivés se sont énormément développés,

- les investisseurs institutionnels sont montés en puissance et ont transformé les règles du « gouvernement d'entreprise ».

En finance de marché globale, la volatilité des prix des titres, qui est inévitable, acquiert une importance macro économique d'ensemble (Cf l'encadré ci après). La conjoncture économique dépend alors beaucoup, à travers l'influence qu'ils ont sur les cours de bourses, de ce que Keynes appelait les « esprits animaux des entrepreneurs », et qu'on traduirait en langage moderne par leurs « anticipations », en ajoutant qu'elles sont le plus souvent auto réalisatrices. Ainsi, c'est de plus en plus du « moral » de ses acteurs que dépend l'évolution de l'économie...

Encadré : L'utilité contestée de la finance¹⁰

Pierre-Noël Giraud.

**Publié dans : Association d'économie financière, Dr.,
"La finance pour quoi faire ? Les enjeux éthiques",
Rapport moral sur l'argent dans le monde 2003-2004**

Historiquement, 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 treizième 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 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, et d'offrir à cette épargne une grande variété d'instruments différents par leurs couples rentabilité-risque, donc d'organiser un vaste marché d'échange 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.

¹⁰ Cet article résume certaines des thèses développées par l'auteur dans : « Le Commerce des Promesses. Petit Traité sur la Finance Moderne » Paru aux Editions du Seuil en Janvier 2001.

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

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 nostalgies 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 en effet remplir très 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'échange de risques. La finance ne peut donc se diviser : banques et marchés y coexistent nécessairement.

Plus recevable a priori est l'argument suivant. 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 P.M.E., 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 ») de ces activités au niveau de celui 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 sur profits 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 son activité et non sur le « petit patron » de P.M.E., 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 s'entend, 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 procès¹¹ du second. Le fait que Georges Soros (en réalité son fonds d'investissements « Quantum Fund ») ait gagné en 1992 un 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 Soros par rapport à la moyenne des gestionnaires de fonds. Pourtant Bill Gates est tout au plus considéré, après la sentence du juge Jackson, 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, ce qui 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, ce 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, c'est que la finance donne un prix à l'avenir, alors que ce qu'on appelle l'économie dite 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), il est en réalité imprévisible : il va nécessairement se passer des choses que personne n'avait prévu donc qui ne peuvent pas entrer dans un calcul (les attentats du 11 septembre, par exemple).

¹¹ 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.

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. De plus, quand un acteur sur un marché financier cherche à construire sa propre vision de l'avenir, qui va par exemple lui permettre de décider d'acheter ou de vendre, 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. La polarisation, largement mimétique, des visions de l'avenir sur d'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. Ce sont en effet des informations qui ne sont pas simplement intégrées par le « modèle d'interprétation » des faits qui sous tend la vision consensuelle (auquel cas les marchés manifestent simplement leur « efficacité » en intégrant instantanément dans les prix ces informations nouvelles, engendrant une volatilité « normale » de ces derniers), mais ce sont des informations qui, de manière imprévisible, 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 97, 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 donc 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. A 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 FED, lors de la phase haussière du prix des actions aux Etats 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'intérêts. 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 dit que, tout bien considéré, la FED n'était pas mieux placée que des millions d'investisseurs privés pour affirmer que les actions étaient surévaluées. Résultat, les responsables de la politique monétaire estiment 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 les effets en retour de celui-ci 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, par contre on ouvre les vannes du crédit quand les cours 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 combien exactement..

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. En finance de marché globale, cette purge prend la forme d'effondrements du prix de certains actifs. 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.

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: 1) les prix des actifs ne reflètent que des anticipations moyennes et de ce fait subissent de brusques variations de manière imprévisible et 2) cela prend inévitablement, périodiquement, la forme de krachs qui engendrent de sévères récessions.

La première caractéristique fait en effet de la finance le temple de la spéculation. On peut certes spéculer sur l'évolution des prix des biens immobiliers et des oeuvres 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 moyennes » de l'avenir, et avoir le goût du risque. Ces deux talents ne sont généralement pas considérées, 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'enrichissements 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 à juste titre 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.

Conclusion

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 b n volence, 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 est irréductible.

Chapitre 5 : A quoi sert la finance ?

Concepts à retenir:

Crise d'illiquidité et de solvabilité

Teneur de marché

Marché dérivé, contrat à terme, option, swap,

Spéculateur

Finance intermédiée et finance de marché

Questions :

Que doit faire l'Etat pour prévenir et guérir les crises bancaires ?

Comment se couvrir sur un marché à terme ?

A quoi servent les spéculateurs ?

Quels sont les fonctions de la finance ?

Comment a évolué la finance depuis 30 ans ?

La mauvaise réputation de la finance est elle justifiée ?