Les deux approches de la FINANCE : Service ou Industrie

Comparant le Monde économique à la lune, Freud considère que la Finance est la face cachée de l’économie. Il est certain que si l’on reprend la formule de Fisher MV = PT où M est me masse monétaire, V la vitesse de rotation de cette masse au cours d’une période donnée, P l’Indice des prix et T le montant des transactions au cours de la période considérée, il y a une certaine équivalence entre MV et la masse des échanges économiques.

Mais si l’on reprend l’analyse d’Aristote concernant la monnaie c-à-dire les trois fonctions d’unité de valeur, de moyen d’échange et d’accumulation de richesses on s’aperçoit que la troisième possibilité conduit au développement des inégalités sociales, les individus ayant une propension à épargner différente et des possibilités de transmission de leur fortune également très différentes quelles que soient les époques ou les régimes (le système le plus égalitaire recèle comme en U.R.S.S. une absence de concurrence entre individus et en conséquence une absence de dynamisme) .

Ce développement des inégalités sociales est d’autant plus fort que les économies progressent. Ces inégalités provoquent une forte jalousie dans le public qui accuse dès lors la Finance, par son côté « compliqué », peu compréhensible sans une certaine culture économique, d’être la cause majeure des «  injustices  » .Cette critique développée dans la littérature par de grands écrivains comme Jonathan Swift ou Emile Zola trouve des correspondants dans le monde politique avec les accusations d’Edouard Herriot (le Mur d’Argent) ou plus virulentes encore de François Hollande.

Il est certain que la Finance se livre souvent à des excès : Excès de « bulles » (de la tulipomanie à la crise des Subprimes) qui se terminent inévitablement par des krachs qui ruinent de petits porteurs (comme Swift ) ce qui explique leur haine de la Finance, tandis que les exagérations de revenus des opérateurs attisent leur jalousie  .

Mais l’élément important de ce problème c’est la séparation totale de conception entre ceux des opérateurs qui considèrent que la finance pour être utile et jouer pleinement son rôle doit être au service de l’économie et ceux qui considèrent qu’il s’agit d’une industrie dont le but est la rentabilisation de cette activité au profit des «  stakeholders » des entreprises financières. Il nous faut donc analyser ces deux comportements, leurs côtés positifs et négatifs et envisager ce que devrait être le rôle des autorités financières ( ….et le degré d’inefficacité des mesures actuelles.)

1. La finance conçue comme un service.

C’est l’approche traditionnelle (enseignée dans toutes les bonnes écoles).Elle sert à fournir des fonds pour les entreprises industrielles et commerciales en permettant aux entrepreneurs de trouver des fonds en Capital soit pour fournir des prêts à court ou à long terme suivant leurs besoins d’investissement ou de trésorerie.

Jusqu’à la guerre de 39/45 Les fonds empruntés à court, moyen et long terme étaient essentiellement fournis par le secteur bancaire qui dans certains pays (banques universelles allemandes, banques d’affaires françaises) participait au capital des entreprises et assurait le placement directement dans le public des augmentations de capital. La Bourse servait alors à la triple fonction d’évaluation psychologique des entreprises, d’aide à la collecte de fonds et de marché secondaire pour la mobilisation ( revente ) des titres. A cela s’ajoutait une très faible spéculation (une part du marché à terme, quelques primes et options, toutes opérations qui avaient l’avantage d’élargir un peu le marché sans avoir l’inconvénient de le déformer). Bien plus en Amérique il était interdit de vendre à découvert des titres toutes les fois que le cours d’une valeur était en baisse, si légère soit elle.

L’enrichissement des entreprises a rendu les Bourses incapables d’assurer à elles seules le rôle qui leur était attribué. Il fallait augmenter considérablement la recherche de fonds d’où un désir de « collectivisation de l’épargne ».( Mutual Funds, Unit trusts, O.P.C.V.M.s).Dans le même temps l’existence de « raiders » (les fameux « barbarians ») a incité les gérants des entreprises à limiter leurs demandes au Marché de fonds en capital par peur de perdre le contrôle de leurs sociétés. Cette détérioration structurelle des Bourses a incité à vouloir faire les opérations de Placement directement entre professionnels sans faire appel à la Bourse (négociations de titre en « private equity  »   )

L’internalisation des marchés et l’ouverture vers des marchés nouveaux ( matières premières ,risques climatiques, produits de taux etc ) a rendu difficile l’évaluation des risques car outre le risque naturel propre à un  « produit », celui-ci peut se trouver dévalué par le risque monétaire si la devise dans laquelle il était émis perdait de sa valeur. Aussi le développement du Marché Financier (au sens large ) incite à la recherche de couvertures (ventes à découvert, achat de C.D.S. etc. ).Ce dernier point montre l’importance et l’intérêt des nouveaux produits ( options, swaps,futurs et forwards,C.D.S.s etc)à condition qu’ils soient surtout utilisés dans un but d’aide à l’économie. Certes il ne faut pas interdire la spéculation da ns la mesure où elle permet l’élargissement des marchés mais on devrait éviter les produits qui n’ont comme seuls but que d’aggraver les déséquilibres des Marchés.

1. La Finance considérée comme une Industrie

C’est la version classique des dernières années du XX ème siècle. Elle repose sur deux postulats .La concurrence assure le meilleur système et le secteur privé est plus dynamique que celui du public pour l’organisation des transactions

1. Le développement de la Concurrence.

On ouvre les Marchés .Comme sous la loi Le Chapelier on supprime les monopoles (légaux en France, de fait en Grande-Bretagne). Les courtages ne sont plus fixés par les pouvoirs publics La Concurrence entre intermédiaires pousse ceux-ci à envisager des produits de plus en plus sophistiqués. Si les « Exchange Trading Funds E.T.F » classiques sont une bonne solution pour des placements collectifs, les E.TF synthétiques sont déjà plus dangereux .Il y a pire les «  Contracts for Difference C.F.D. »portent en eux, grâce à un effet de levier important, de grands risques malgré l’existence de « couvertures » recalculées chaque jour.

1. La réorganisation des Marchés

Comme à l’égard des intermédiaires on veut développer la concurrence entre Marchés .A l’imitation des « Electronic Communication Networks E.C.N. » américains, la directive M.I.F  impose la création de nombreux « M.T.F  »  ce qui entraine un morcellement des Marchés Actions Par ailleurs les marchés dérivés se développent avec comme seul but officiel, la protection des patrimoines Actions Obligations ,Matières Premières ,risques divers etc.  En fait les Produits dérivés (et surtout ceux traités en marché « Over the Counter O.T.C. ») et sauf ceux qui ont un très très large marché ,ont une faible liquidité. Cela permet aux intermédiaires de prélever d’importantes commissions et explique la rentabilité de ces Marchés comme «  l’Intercontinental Stock Exchange I.C E »,les marchés de Chicago ou la « Deutsche Börse » qui possède «  l’Eurex  » un des principaux marchés mondiaux de Dérivés. Parmi ces produits certains sont spécialement dangereux : les C.D.S. souverains. Il suffit qu’un pays soit un peu en difficulté pour que l’achat de ces C.D.S. soit une solution facile pour spéculer contre une monnaie

A côté des marchés multiples dont on peut contester l’utilité car ils remettent en cause la notion d’unicité de cotation qui est une des utilités de la Bourse, se créent des marchés tout à fait discutables : les « Darks Pools qui permettent des opérations hors bourse, publiées avec retard ce qui fausse l’information du public ,les «  Crossing  Network » (le droit de d’acheter en interne des titres de ses clients )ce qui réduit d’autant les offres sur les marchés et surtout le « High Frequency Trading H.F.T. »

Ce dernier type d’opération permet des opérations à très court terme (en général une journée).Leur rôle économique est très discutable .Leur seule justification est l’arbitrage entre les différents marchés ce qui corrige un peu les anomalies créées par leur multiplication. Mais surtout les H.F.T. ont essentiellement trois activités : le « stuffing » (accumulation d’ordres pour empêcher les autres opérateurs de négocier), le «  layering  » (accumulation d’ordres annulés immédiatement pour donner l’impression d’un marché très vendu si l’on veut soi-même acheter à un cours plus bas)ou le « gaming » pour détecter l’existence d’ordres sérieux et importants que l’on peut ainsi « accompagner » au détriment de l’opérateur initial.

Bien entendu «  l’Industrie financière » ne se limite pas à ces excès .Cette notion part d’un point de vue fondamentalement opposé à la notion de « service ».Il s’agit d’intéresser les intermédiaires qu’ils soient opérateurs ou organisateurs de marchés .Cela incite à rechercher des opérations nouvelles parfois utiles au développement économique (Notion de couverture des opérations économiques) mais malheureusement également des opérations spéculatives (Ventes à découvert et C.D.S. nus) qui abiment l’image des Marchés Financiers.

Deux problèmes montrent bien la séparation entre Industrie et finance en matière financière a)On cherche à développer la concurrence entre intermédiaires pour faire baisser les coûts des transactions. Cela incite les intermédiaires à opérer à court terme .Or ce qui est intéressant pour l’économie(c-à-d pour les investissements des entreprises) c’est que les investisseurs à long terme puissent intervenir sans être gênés dans leurs opérations par une masse de spéculateurs au jour le jour.

b)Le rôle des Bourses est de faciliter le contact entre une multitude d’investisseurs et de demandeurs de fonds. Pourquoi multiplier les Marchés et faire du « crossing Network » . Cela réduit la taille des Marchés et détériore les Cours de bourse et rend inefficace la notion même de Marché. Tout cela explique (si l’on considère la Bourse comme un Service ) que l’on ne voit pas d’intérêt à la privatisation des Bourses. L’Internalisation du Monde suppose peut-être, dans cette optique, qu’il se crée un organisme international pour gérer un marché mondial. (le F.M.I. pourrait assurer cette fonction )De plus à une époque où se pose le problème d’une monnaie internationale numérisée (comme le Bitcoin) il devient très important qu’une banque internationale en assure le contrôle

Conclusion.La réaction des autorités financières.

Chaque crise entraîne des séries de mesures pour éviter que la crise suivante n’ait les même causes. Certaines mesures se sont révélées utiles Ainsi la création de la Federal Reserve en 1913 à la suite de la crise de 1907 , de même que le « Glass-Steagall Act  » de1933 (séparant les banques spécialisés dans les opérations à court terme et celles qui traitent des opérations à long terme )ont chaque fois permis d’avoir l’espoir que « Cette fois c’est Différent »mais au moins d’assurer 20 à 50 ans de croissance économique.

Par contre l’existence de de crises à répétition du XXI ème siècle ( crise informatique en 2001, subprimes en 2007, de la zone Euro en2009) incite les Autorités Financières internationales à une série de mesures de plus en plus « dirigistes » et sans doute inefficaces et cela pour deux raisons : a) Hyman Minsky a montré que dans un système libéral la croissance économique issue de l’innovation provoque un excès de crédit et un krach au « Moment  Minsky  » c-à-d au moment où l’on découvre grâce aux premières faillites l’ampleur de l’excès de monnaie .(On pourrait peut-être dire en poussant le raisonnement jusqu’à sa limite extrême que le seul moyen d’éviter des crises serait de s’interdire d’innover.)

b) Les mesures actuelles (Sarbanes –Oxley, Bâle III, Solvency II) sont encore aggravées par des « Stress Tests »qui mettent en concurrence les Banques Mondiales. Car soucieuses d’obtenir i la « Confiance »  de leurs clients elles veulent montrer ainsi qu’elles les protègent mieux que leurs concurrents. Cela a pour effet de réduire pour les secteurs bancaires et d’assurance leurs possibilités d’aider au développement de l’investissement. Aussi supplée-t-on à cette réduction d’efficacité des banques, par un développement remarquable du «  Shadow Banking » du moins dans le monde Anglo-Saxon .Malheureusement ce type d’organismes para-financier inquiète les autorités qui se mettent à vouloir le réguler surtout en Europe où prédomine un remarquable « esprit de précaution ». Cela incite les demandeurs de fonds à les chercher dans le « Crowd funding » c-à-d dans des marchés de plus en plus risqués et incontrôlables.

Cette analyse prétend montre

a) que l’excès de précaution est très inefficace lorsqu’il vient gêner le développement économique

b) que l’esprit d’invention en matière financière est illimité .Il faut donc que les autorités financières aient le courage de s’attaquer aux excès.

c) que l’on doit renforcer au maximum la notion de « service à l’économie » plutôt que le côté « industriel  »  de la Finance.

Jean-Jacques Perquel 5 Mai 2014