

# Le nouvel environnement de la Finance à travers le prisme des trois ordres : Politique, Monétaire et Marchand

Evoquer le manque de compétitivité des entreprises européennes, c'est souvent débattre du coût du travail (salaires et charges) et de la fiscalité.

Nous tenterons de démontrer que le coût du capital est un contributeur aussi important à la compétitivité des entreprises.

Le coût du capital reflète avant tout le coût du risque. Si l'entreprise peut tenter de réduire les risques endogènes, l'Etat, lui, peut lui réduire les risques exogènes, qui sont de trois ordres : politique, monétaire et marchand.

La finance, loin d'être, malgré ses errements, la principale responsable de la crise, n'est qu'une résultante de ces trois ordres qui, de manière complémentaire, conditionnent la finance.

Nous commencerons par l'ordre politique, dont le primat a été trop souvent négligé.

## L'ordre politique

En Europe, l'ombre de Proudhon plane toujours. Les fondements du capital, la propriété et la rentabilité, restent assez souvent sujets de contestation. Or il est illusoire de vouloir séparer l'économie « réelle » de son financement comme de vouloir à tout prix soustraire l'actif au joug du passif.

Comme le travail et l'Etat, le capital reste bifide : charge et ressource. A rebours de la *doxa* dominante, le système financier ne cherche pas, au départ, à maximiser le rendement, c'est-à-dire le coût du capital, mais au contraire à le minimiser : l'entreprise privilégie les financements les moins onéreux, et chaque baisse du coût du capital offre une plus-value à l'investisseur. L'économie échappe aux très marxistes rendements décroissants par l'investissement et la croissance.

Si la crise économique rappelle que le capital doit également faire l'objet de considérations morales – Aristote suggérait déjà que l'argent devait être un moyen, et non pas une fin - il ne peut être réduit à cette unique exigence. A supposer même que ce fût le cas, il faudrait le rendre le plus efficace possible : passer du réactif à l'actif. Il ne faudrait pas que le ressentiment prenne le dessus et que l'Américain, l'Allemand, le Grec, ou encore le banquier soit tour à tour désignés...

Comme le rappelle René Girard, le transfert sur un bouc émissaire ne met que temporairement un terme à la violence.

Dès lors, le cœur de l'action revient à consolider l'économie en reconnaissant le primat du politique. A cet égard il s'agit d'aller au-delà d'une Union Européenne, de type Hobbesien, construite *a minima* pour embrasser le projet d'un Montesquieu, d'une communauté de destins partagés fondés sur une même vision culturelle et politique de la société.

Un tel projet est sous-tendu par la vertu au sens originel du terme. C'est bien de la *virtus* romaine qu'il s'agit, ensemble de valeurs tournées vers l'excellence. A ce sujet, Augustin constatait que Rome n'était pas tombée sous les coups d'Alaric, mais s'est effondrée faute de cette indispensable vertu.

Et si parfois, la fable des abeilles de Mandeville trouve quelque écho dans la réalité, les vices privés étant parfois source de prospérité, il serait dangereux d'oublier l'ordre requis au plus haut niveau de l'édifice. L'ordre doit tempérer le désordre et à la suite de Mandeville, Adam Smith,

incontestable philosophe moraliste, prenait bien soin de préciser que ses assertions, dans leur radicalité, ne trouvaient leur juste application que dans un monde vertueux.

## **L'ordre monétaire, médiation entre le politique et le marchand**

Il faut rappeler à quel point la monnaie est plus qu'un vecteur de transaction.

Rappelons que Valéry Giscard d'Estaing soulignait dès 1964 le privilège exorbitant conféré aux Etats Unis par le dollar. Les accords de Bretton Wood, en 1944, préparés par l'Américain White et l'Anglais Keynes, avaient fait du dollar la monnaie de réserve internationale, permettant aux Etats-Unis de traiter leurs importations dans leur propre devise. Comme le résume Barry Eichengreen : *it costs only a few cents for the Bureau of Engraving and Printing to produce a \$100 bill, but other countries had to pony up \$100 of actual goods in order to obtain one. The dollar is our currency and your problem!* résuma le secrétaire au trésor John Connally en 1971. En 1973, Nixon fut obligé de renoncer à la parité fixe or-dollar, et aux accords de Bretton-Wood, sous la pression combinée de facteurs internes et externes. Les réserves d'or devenaient insuffisantes pour couvrir les encours de dollar reflétant les déficits accumulés lors de la guerre du Vietnam alors même que les partenaires des Etats-Unis prenaient conscience de cette asymétrie.

Depuis, les Etats-Unis ont bâti un système financier efficace et robuste dont pourraient s'inspirer d'autres constructions monétaires.

De l'Etat fédéral il hérite :

- D'une zone monétaire optimale au sens de Mundell. La dette est majoritairement fédérale et non régionale. L'impôt, lui aussi fédéral privilégie les états les plus faibles. L'Europe ne dispose pas de mécanisme de compensation d'une telle ampleur. L'Europe n'empruntera pas nécessairement le même chemin. Son histoire n'est pas la même mais les contraintes sont identiques et l'exigence ainsi similaire.
- D'une garantie fédérale offerte au système financier à travers les Government-Sponsored Enterprise (Home Finance, Education, Agriculture...). Ce sont les actifs garantis émis par ces institutions qui peuvent être achetés sans risque par la banque centrale, permettant à celle-ci d'exercer un rôle de prêteur en dernier recours, à l'économie réelle. Sans garantie, les banques centrales Européennes doivent se concentrer sur les titres souverains.
- D'une banque centrale disposant d'un mandat dual, (The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices and moderate long-term interest rates. – Federal Reserve Act 1977) issus, à notre sens, de l'influence des Friedman. Milton et Rose Friedman ont suggéré que l'ampleur de la crise de 29 aurait été réduite si les banques avaient été secourues. Ils suggèrent que l'inflation des prix est un sous-produit de l'inflation monétaire et que le contrôle de celle-ci est probablement le meilleur mécanisme de régulation. L'inflation des biens et service est un indicateur retardé. Plus important encore, s'il y a des règles, elles ne sont pas intangibles. Il y a un débat permanent, parfois rude (Friedman, Whites, Heller), mais toujours exigeant, rationnel et transparent, permettant l'adaptation de la politique monétaire, donc de la monnaie, objet polymorphe, aux diverses situations rencontrées. Si la transparence, démocratique, est acquise des deux côtés de l'Atlantique, le « consensus » sur l'application littérale du mandat de la Banque centrale européenne a dû céder la place à une lecture anagogique dès 2011.

### Un système bancaire moins sensible à la régulation

Alors que le système bancaire américain finance un quart de son économie, les banques européennes portent les trois quarts des prêts. Par ailleurs, le système bancaire américain est composé d'acteurs régionaux, naturellement plus petits, non systémiques pour le régulateur et ainsi moins pénalisés. Tout durcissement de la régulation introduit moins d'effets négatifs sur l'économie générale aux Etats-Unis qu'en Europe.

La régulation peut réduire les risques, elle peut aussi les déplacer, remplaçant la robustesse par une illusion, bien plus dangereuse. Réduire les risques, c'est, par exemple, aligner les durées de financement sur celles des produits financiers. L'entreprise devient ainsi moins sensible aux aléas des marchés de capitaux. Cela peut se faire en permettant par exemple aux assureurs d'offrir des financements à long terme. En pénalisant la durée des actifs détenus par les banques et les assurances, la régulation peut donner l'impression de réduire respectivement le risque de transformation ou la sensibilité aux taux. En réalité le risque de transformation est porté par l'entreprise qui le « restituera » à la banque ou à l'assurance à l'échéance du prêt.

De la même façon, aligner fair-value et mark-to-market d'actifs pouvant être portés à terme, c'est considérer que le prix d'un actif se détermine par le prix d'une transaction marginale, que la prime d'illiquidité est toujours marginale et que le coût du capital est homogène entre tous les acteurs, héritage d'une interprétation erronée des travaux de Modigliani et Miller. *The view that capital structure is literally irrelevant or that "nothing matters" in corporate finance, though still sometimes attributed to us (and tracing perhaps to the very provocative way we made our point), is far from what we ever actually said about the real world applications of our theoretical propositions. Looking back now, perhaps we should have put more emphasis on the other, upbeat side of the "nothing matters" coin: showing what doesn't matter can also show, by implication, what does. (The Modigliani-Miller propositions after thirty years, Merton H. Miller, 1988)*

De telles règles rendent instable le système financier en rémunérant les risques cachés et en rendant les acteurs pro-cycliques.

Les Etats-Unis ont un avantage structurel offert par un système bancaire plus réduit et par des fonds de pensions moins régulés et aux passifs plus stables que les compagnies d'assurances européennes qui portent elles aussi une partie de l'épargne à long terme.

La justice, comme la monnaie illustre le désir de tout rendre commensurable. La balance de Themis symbolise tout autant la justice que le commerce. L'état et la monnaie restent indéfectiblement liés car la justice et la monnaie se développent conjointement, réunies par la *Lex Monetae*. Il est donc important de s'assurer que la banque centrale reste indépendante de la pression du politique, et que non-conventionnel rime avec exceptionnel. Les taux réels négatifs et la monétisation (Quantitative Easing) sont des instruments autoritaires de transfert de propriété des épargnants vers l'Etat qui peuvent nourrir le désordre. L'antienne Keynésienne de la dépense vertueuse ne doit pas faire oublier que l'allocation de la dépense prime sur son montant.

## **L'ordre marchand**

Les Etats-Unis, bien après 1973, ont maintenu le Dollar au-delà de leurs frontières sur les marchés de matières premières. Une partie du Moyen-Orient et de l'Asie est ainsi dollarisée, réduisant l'exposition des entreprises américaines au risque de change. Ce n'est pas tant le niveau du change qui est coûteux mais son instabilité.

A cet égard, le développement du Renminbi, comme monnaie d'échange répond à un objectif géopolitique, mais sert aussi la croissance des entreprises. Et il n'est pas exclu qu'à terme, nous assistions à l'émergence d'une troisième monnaie de réserve mondiale.

### Réduire le coût du capital en Europe

Les critiques adressées à l'euro suggèrent de poursuivre sa construction et non de le condamner. Les entreprises européennes paient leurs capitaux bien plus chers que leurs concurrents américains, justifiant parfois une décote de plus de 15%. Le supplément de rendement attendu par les investisseurs compense les craintes relatives à la stabilité politique et à la politique monétaire. Cet écart de coût pénalise les entreprises contraintes, particulièrement en période de crise, de payer la matière première qu'est le capital à un prix supérieur à celui de leurs concurrents. Mécaniquement, cela réduit la capacité à investir, mais, plus encore, les fragilise. Chaque produit vendu – voiture, avion, médicament, ... – contribue à la rémunération du capital. Un capital plus cher réduit la marge économique de l'entreprise et ainsi sa solvabilité. Cette décote ouvre aussi le capital des entreprises à leurs concurrents.

Ne mésestimons pas le risque que certaines de nos plus belles entreprises européennes ne servent de cibles à des investisseurs désireux de croître à bon compte.

## **Conclusion**

Ces quelques réflexions rappellent et confirment, s'il en était besoin, la complexité de l'environnement dans lequel nous évoluons. Se focaliser, comme on le fait trop souvent, sur la seule Finance, relèverait, sans mauvais jeu de mots, d'une erreur capitale. La finance, tant qu'elle reste, comme la monnaie, une médiation, sert à la fois le politique et le marchand.

Les dispositions institutionnelles et réglementaires prises à la suite de la crise étaient nécessaires et devront être poursuivies. Elles ne donneront leur plein effet que si nous analysons les problèmes du monde actuel de manière radicale, c'est-à-dire en nous attachant aux causes et en évitant de nous épuiser vainement à traiter les symptômes.

Il faut ainsi se garder d'induire des risques de contra-cyclicité et de pénaliser la compétitivité du système financier européen. La solvabilité procède, aussi, de la rentabilité. Seul un équilibre pérenne du système institutionnel, politique et économique, ce dernier dans son acception la plus large, sera de nature à garantir une prospérité et une solidarité durables.

Henri GHOSN, Président du Club Finance HEC Paris

Yann AIT-MOKHTAR, Head of Quantitative Research, Exane BNP Paribas