

L'argent et la gestion des incertitudes

Bernard FRAIGNEAU

Directeur général honoraire du Groupe Rothschild

RÉSUMÉ. – De tout temps l'argent s'est mesuré au temps. Avec la montée en puissance des marchés à terme, le temps futur est devenu une denrée monnayable. – La fin des certitudes. Références à la relativité quantique. Un environnement d'entropie et d'irréversibilité. Pour une maîtrise du vraisemblable et une gestion de l'imprévisible. – Le casino planétaire des marchés du temps. Le support technique des dettes publiques. Brève description de l'innovation financière (*futures*). – Ni angélisme, ni dénigrement systématique. Une nouvelle valeur ajoutée dans le sens du progrès humain.

De tout temps, l'argent s'est mesuré au temps, le temps propice à l'accumulation comme le temps facteur d'érosion, de dégradation. *Time is money*.

L'acclimatation progressive du temps au gré des perfectionnements de la conscience humaine n'a pas laissé l'argent indifférent ; il se l'est approprié, véritable conquête culturelle symbolisée par l'affirmation d'un temps mis en chiffres. Entre eux – temps et argent – s'est développée une relation d'étroite dépendance.

La plus visible des manifestations du temps, le temps passé, a été quantifiée, prise en compte pour en peser l'effet cinétique : calcul des niveaux d'obsolescence des valeurs d'actifs, dotation pour amortissements, codification des dépréciations, référence de la statistique. Très tôt, une autre forme du temps, le temps fugace, s'est socialisée sous le concept du temps différé : taux d'intérêt, escompte, actualisation, indexation, échéance.

Toutes ces pratiques ont illustré l'effort héroïque des détenteurs de l'argent pour baliser le flux du temps, et cette domestication progressive s'est fortement accélérée dans le dernier quart de ce siècle. Avec la formidable montée en puissance des marchés à terme, l'argent a en effet fait du temps une denrée monnayable. Le temps futur s'est vu assigner un prix par le jeu des offres et des demandes de capitaux. Une économie dite des marchés financiers prenant une réalité à vocation systémique a détrôné la traditionnelle économie de l'endettement dont les rigidités – particulièrement au plan de la formation des taux d'intérêt – n'étaient plus adaptées aux exigences de la circulation des monnaies que sont la fluidité, la segmentation, la rapidité (on peut même parler d'instantanéité avec le fameux temps réel).

Des acteurs de l'économie, banquiers sans aucun doute mais aussi gestionnaires d'actifs et chefs d'entreprise, on peut désormais dire en parodiant Thomas Corneille :

« Ces hommes ont un faible, on ne peut les tenir,
Ils courent partout où se dit l'avenir. »

À propos du commerce de l'argent dans ses manifestations nouvelles, on parlera de révolution. On utilisera même l'imagerie politique. L'aspiration à toutes les formes de libéralisation s'est en effet référée à la théorie « de la répression financière » établie au début des années soixante-dix par les économistes Mac Kinnon et Shaw, lesquels ont stigmatisé l'oppression des conservatismes étatiques (taux administrés, contingentement du crédit, contrôle des changes, fiscalité confiscatoire...) autant que l'organisation féodale – l'une allant avec l'autre comme il se doit – fondée sur le seul accès jusqu'alors au marché monétaire des établissements de crédit et d'un nombre limité d'autres catégories d'opérateurs.

Le processus de libéralisation s'est propagé à l'ensemble des pays développés popularisant les fameux 3 D : décroissance, déréglementation, désintermédiation, et jetant les bases d'une nouvelle économie concurrentielle d'anticipation. Dès lors, tout s'est transformé très vite et si Michel Biezunski dans son *Histoire de la physique moderne* observe qu'un scientifique formé dans les dix dernières années du XIX^e siècle ne retrouvait pas ses points de repère dix ou vingt ans plus tard, on doit reconnaître qu'un praticien de l'argent ayant opéré au début des années soixante-dix est tout autant déboussolé dans la présente décennie s'il n'a pas vécu au jour le jour ce que l'on décrit comme ressortant d'une sorte de Big Bang.

Big Bang n'est pas trop dire quand on constate que le cadre ancestral du banquier tenant boutique a laissé place en quelques années à l'espace en expansion des salles de marché. Songeons que le nouveau parquet de négociation du Chicago World of Trade, premier marché à terme du monde, est installé dans un espace de près de 20 000 m², de quoi héberger – paraît-il – un Boeing 747.

Le parallèle avec le choc des modes ancien et nouveau de la science n'est pas trop osé et George Soros, le célèbre spéculateur, n'a pas hésité à appeler Quantum son principal fonds d'investissement fort inspiré qu'il est du principe d'incertitude de la théorie des quanta.

C'est à ce niveau de généralisation, si vous le voulez bien, que l'on doit placer notre décor avant de décrire la scène qui se joue devant nos yeux au-delà des réseaux horaires.

* *
*

L'ancien régime était d'autant plus vermoulu que le déterminisme de sa construction n'apportait plus de réponse efficace à la mondialisation de l'univers de l'argent. Si l'on permet une évocation des formulations d'Henri Poincaré, le père de l'indéterminisme mathématique, vieilles d'un siècle, cet ancien régime se heurtait à la problématique de la résonance des différents systèmes dynamiques que représentent les économies continentales du monde marchand.

Autant de phénomènes de couplages, d'interférences, de structures en mouvement, bien souvent non intégrables car poursuivant des buts en concurrence et déroulant des cycles non coordonnés. Il fallait accepter que ces résonances, amplifiées par un trai-

tement universel de l'information, jouent un rôle éminent dans la valorisation et la propagation des actifs financiers. Ainsi en va-t-il de l'émission et de l'absorption de la lumière telle que la conçoit la science contemporaine. Il faut par exemple ne plus s'indigner que le recul du taux du chômage américain entraîne des réflexes défensifs (les stratégies de couverture dont on reparlera) contre une hausse consécutive des taux d'intérêts en Europe et, plus généralement, accepter que la perception dynamique des systèmes s'exprime dorénavant en termes relatifs par rapport à la prétendue réalité de chaque observateur.

Globalisation et relativité deviennent les obsessions des acteurs financiers. Quand les devises se déplacent aujourd'hui à travers le monde au rythme de 1 500 milliards de dollars par jour contre 400 il y a seulement dix ans, quand il suffit de deux jours et demi, si l'on en croit un rapport de la Banque des Règlements Internationaux, pour que les transferts interbancaires au Japon représentent l'équivalent du PNB annuel du pays, on comprend aisément qu'il ne faille plus essayer d'en régir les mouvements avec l'éclairage de la cosmogonie classique, je veux dire les thèses de l'économie financière traditionnelle : c'était pourtant encore d'actualité il y a 25 ans.

Dorénavant, l'argent doit se mouvoir dans un monde d'entropie et d'irréversibilité. On caractérisera l'univers financier comme celui de la physique en faisant appel aux phénomènes de la turbulence. La mécanique quantique nous enseigne que nul ne peut attribuer des valeurs déterminées à des variables. Le fil conducteur de la raison suffisante, tenu jusqu'à présent sous tension par les relations de cause à effet, est rompu. Remplissant le rôle des ondes, les mouvements de capitaux tourbillonnent comme les molécules de la matière. Einstein a bien essayé d'atteindre, au-delà de l'observable, une vérité intelligible intemporelle mais nous n'avons jamais été autant plongés dans des bas fonds insondables où la flèche du temps est brisée. Comme le constate Prigogine dans son essai *Entre le temps et l'éternité*, « à tout état initial déterminé avec une précision donnée finie correspond un temps d'évolution à partir duquel nous ne pouvons plus parler de système qu'en termes de probabilités » (fin de citation). L'atomiste Heisenberg, décédé en 1976, a normalisé la fin de nos certitudes par l'énoncé du principe d'incertitude appelé aussi principe d'indétermination aux termes duquel on ne peut à la fois connaître en même temps la position d'une particule et la quantité du mouvement qu'elle véhicule dont on sait qu'elle est définie par le produit de sa masse par sa vitesse. Ainsi en va-t-il des structures et des modèles de l'économie. Souvenons-nous des homélies vite passées de mode à la gloire des références japonaise et rhénane. Les états de stabilité, là où l'on croit les voir, ne sont plus perçus comme pertinents. « Le futur n'est plus ce qu'il était » selon le titre français cocasse d'une étude publiée en 1993 par le M.I.T.

« Tant qu'il y avait des atomes, les cinq sens, les quatre éléments, cela allait encore » fait dire au Diable Dostoïevski dans *Les Frères Karamazov*. Il ajoutait : « mais, nous avons découvert la molécule chimique, le protoplasme et le diable sait quoi encore. En apprenant cela, les nôtres ont baissé la queue » (fin de citation).

Le XX^e siècle, on le sait, a été beaucoup plus loin avec le neutron, l'antimatière, les accélérations de particules, etc. Je pourrais ajouter : l'abandon du système des

changes fixes. Comment les hommes de l'argent ont-ils réagi devant tant de ruptures, tant de remises en cause ?

Eh bien ! Ils n'ont pas baissé la queue. Ils se sont peu à peu familiarisés avec l'irruption de la discontinuité et se sont convaincus que les concepts continueront à s'élaborer dans le doute. Ils savent que l'appréhension du mouvement impose la perspective de l'après séparé de l'avant, que le mythe des cycles, même relevant des analyses les plus contemporaines, n'apporte à peine plus à la connaissance que ceux des légendes héroïques des poèmes homériques ou des chansons de gestes du Moyen Âge. « On ne réussit jamais mieux à posséder l'avenir que quand on se détache le plus du présent » annonçait déjà Plutarque. J'ai en mémoire ces exercices d'anticipation qui réunissaient les gestionnaires les plus avisés de Paris dans les bureaux des AGF pour dire sur un questionnaire ce que seraient, à échéance de six mois, les taux d'intérêts des principales devises, le cours du pétrole, celui de l'or, le niveau des indices boursiers, etc. Six mois plus tard, ils confrontaient leurs prévisions et celui qui s'était le plus approché de la nouvelle réalité recevait un parapluie en guise d'encouragement ! Eh bien, celui-ci était l'analyste qui, au moment de sa prédiction, s'était le plus éloigné des cotations de ce moment comme si, à anticiper le futur à partir du présent, on avait toujours faux !

« La gent prophétique est toujours avide d'argent » constatait Sophocle dans *Antigone* mais comment faire de l'argent quand, disait déjà Chateaubriand, « l'Histoire a perdu le visage d'un calme développement et est devenue imprévisible » ?

Bien sûr, il y a toujours ceux qui croient savoir et le proclament tels des gourous dont les messages sont complaisamment amplifiés par une presse dite spécialisée. Nous en fréquentons tous qui n'hésiteraient pas, s'ils pensaient pouvoir être pris au sérieux, à mâcher des feuilles de laurier ou à se jucher sur un trépied comme la pythie de Zeus Amon ou l'oracle de Dodone.

Le culte du futur a toujours pour divinité la Fortune et le prestige multiséculaire de l'astrologie n'a pas relâché son emprise sur certains bons esprits : on a lu il y a quelques mois dans la presse que le responsable financier de la Berd consultait de temps à autre la voûte céleste avant de prendre position sur les marchés !

Plus techniquement, considérant comme Jacques Monod que « notre numéro (celui de l'existence humaine) est sorti du jeu de Monte-Carlo » et bien qu'ainsi que le note Prigogine « aucune connaissance ne peut prévoir la face sur laquelle le dé tombera », certains ont cherché dans la théorie des jeux des applications de stratégie économique. La célèbre étude de Von Neumann et Morgenstern, *Theory of Games and Economic Behaviour*, a eu beaucoup d'écho, même si elle n'a pas été traduite en français. Son grand mérite a été de mettre en valeur la rationalité de chaque joueur pris séparément ou enveloppé dans une définition catégorielle, et de cataloguer les situations où l'incertitude est engendrée par l'interdépendance des anticipations des divers intervenants. Cette école de recherches, puisant son inspiration dans les travaux originels de Knight (*Risk, Profit and Uncertainty*) a contribué à approfondir la relation de l'incertitude avec la notion de risque. L'occurrence d'un événement incertain est bien un risque et l'on voit en quoi on peut tirer profit d'une telle démarche de pensée au niveau de l'élaboration d'une stratégie de la prévision car si le dé est l'instrument du hasard, le jeu n'en est pas moins un enjeu.

Plus généralement, ce sont aux calculs les plus élaborés que les financiers confient leur quête d'anticipation. L'oniromancie ou la nécromancie ont cédé leur place à l'arithmomancie dès lors que la puissance de traitement des ordinateurs et l'intelligence artificielle des logiciels autorisent les raisonnements probabilistes les plus sophistiqués. Les universités américaines et les bureaux d'études des grandes banques internationales ne dépayseraient pas l'astronome Laplace, même si ses formules probabilistes étaient d'abord vouées à la compréhension des mécanismes célestes. Les raisonnements mathématiques jusque-là dédiés aux sciences physiques avec leurs matrices d'interaction, leurs équations de discontinuité, leurs scénarios de bifurcation, leurs calculs des variations participent de nos jours à la diversification des accès au futur de l'argent. Ils cherchent à s'imposer aux structures de dissipation qui rôdent avec leurs cortèges de circonstances de précarité et de volatilité.

Tous acteurs marchands que nous sommes, individus ou groupes intégrés, devenons littéralement des spéculateurs en associant le déroulement du temps à notre relation avec l'argent. Et même si nous ne cédon pas à la divination, même si nous ne confions pas nos intérêts aux seules mathématiques, préférant nous en tenir « au flair sémiologique » de Barthes ou à l'intuition, cette forme essentielle de l'intelligence réhabilitée par Bergson, nous comprenons que l'imprévu n'est pas l'imprévisible et que l'avenir n'est pas inéluctable. Nous assimilons cet avenir au résultat volontaire d'une action encadrée dans les limites de ce qui apparaît à un moment donné possible, probable, au résultat d'une action jalonnée par une pluralité de modèles d'anticipation.

Un déjà ancien (1978) rapport de l'OCDE était intitulé : « pour une maîtrise du vraisemblable et une gestion de l'imprévisible » ! Vous voyez que les diables n'ont pas baissé la queue en dépit des appréhensions de Dostoïevski.

Ils sont mus, nous sommes mus, par un sentiment de survie devant « les infinis intempestifs qui nous environnent ».

* *
*

Voilà le décor planté ! Puisque incertitudes il y a, puisque nous vivons « la Fin des Certitudes », les acteurs économiques ont généralisé les comportements de partage des risques en constituant, à l'échelle des places financières à travers le monde, un vaste marché de produits dérivés des flux traditionnels, lequel a permis une bienfaisante réallocation des capitaux mise en jeu à l'aune de la stratégie de chaque protagoniste ou de chaque troupe d'acteurs. Les détenteurs de capitaux ayant dorénavant accès, directement ou par l'entremise des opérateurs, à un système d'échanges ouvert, on comprend bien que chacun va chercher à troquer son risque ou la sensibilité qu'il en a avec celui de son voisin dès lors que les mécanismes des marchés le mettront en permanence en contact avec telle contrepartie qui à un temps T, dans un contexte d'objectifs donnés, aura du futur une approche inverse de la sienne. Ainsi en va-t-il du vendeur et de l'acheteur dans tout marché, à ceci près que dans les marchés de l'argent chaque donneur d'ordre a, à sa guise, vocation à être successivement ou simultanément acheteur et vendeur. Puisque le futur est incertain, puisque les valeurs sont volatiles, achetons (ou cédon) le futur en

prenant une avance sur le temps à venir. Conjurons la peur du lendemain en faisant que demain soit déjà aujourd'hui.

À cette fin, entrons dans ce casino planétaire du marché du temps, notre propos devant toutefois rester au service du thème de ce colloque et ne rien céder, je l'espère, à un exposé de technique financière. Il faut d'abord mettre en évidence ce qui est, par nature et par effet induit, une explication suffisante de l'essor des marchés du temps financier, à savoir l'explosion depuis une vingtaine d'années des dettes publiques absolument partout et, tout particulièrement, dans les pays en état avancé de développement. Pour ne citer que la France qui, à sa mesure, n'est pas à la traîne dans cette évolution et, sans abuser des chiffres, on sait que la part des émissions publiques dépasse désormais 95 % des appels à l'épargne longue contre 25 % au début des années quatre-vingt.

On sait encore que la réforme des marchés monétaires de 1985 a ouvert les caisses des détenteurs de capitaux aux entreprises pour la satisfaction de leurs besoins de liquidités à moyenne échéance. Tout ce mouvement a donné lieu à la mise en circulation de « Titres de Créance Négociables », les fameux T.C.N. dont l'encours, pour rester en France, est passé de moins 500 milliards de Francs en 1985 à 2 500 milliards de Francs dix ans plus tard. Ce sont 50 milliards par mois que l'État français émettra en 1997. Vous le saisissez, c'est cette titrisation, cette conversion en titres transmissibles de l'argent disponible, qui alimente les marchés financiers, qu'ils soient à la criée ou électroniques, au point que la part des titres de placement représente actuellement trois fois plus que la liquidité traditionnelle. Vous le voyez bien quand vous asséchez votre compte en banque pour souscrire des SICAV de trésorerie.

Pourquoi insister sur cette donnée bien connue ? Eh bien parce que c'est elle que les acteurs du marché de l'argent ont désormais en mains.

Voyons ce qu'ils en font, maintenant que nous avons franchi la porte du casino. Encore une fois ce propos ne se veut qu'illustratif de la réponse donnée au défi des incertitudes et s'il est centré sur les taux d'intérêt – et d'une façon simplifiée – c'est que toutes références aux dérivés des dérivés, aux taux de change, aux marchés boursiers, n'ajouteraient rien à une prise de conscience de la fonction d'anticipation de l'argent.

À chaque titre négociable est bien entendu attaché un taux d'intérêt. Ce concept d'intérêt figure le taux auquel on escompte le temps, « c'est le baromètre de la valeur que l'on accorde au futur » selon une formule de Jean-Paul Fitoussi. S'approprier le temps futur consiste donc à faire négoce de taux d'intérêt, l'argent ou plus précisément l'intérêt dont le marché fixe le taux devenant une denrée négociable, comme le soja ou le sucre et prenant l'appellation anglaise de « futures ». C'est d'ailleurs à partir de l'expérience plus que centenaire des marchés à terme sur les matières premières que se sont fondés les principes de fonctionnement des marchés de « futures ». Il existait un marché à terme sur le riz à Osaka dès le XVII^e siècle, à Chicago, en 1848, à New York en 1872, à Londres en 1877 ; de même du vivant de Guillaume II de Nassau les options sur denrées stockables se négociaient à Amsterdam.

Dans la foulée du premier marché financier à terme en 1972 sur devises au Chicago Mercantile Exchange, au lendemain du décrochage du dollar et de la chute de l'étalon-or, ce qui n'est pas une coïncidence, se mettra en place en 1975 au Chicago Board of Trade

celui qui avait, 110 ans plus tôt, lancé les transactions à terme sur le blé, un marché sur titres hypothécaires garanti par le gouvernement américain puis, début 1976, un marché sur bons du trésor US à 90 jours. En 1982, Londres s'en inspirait, en 1986 Paris avec le Matif (Marché à Terme International de France, dénomination révélatrice de l'universalité des échanges) et, à partir de là, à marche forcée, Montréal, Dublin, Amsterdam, Copenhague, Francfort, etc.

Rien qu'en France, on évalue actuellement à plus de 30 000 milliards de francs l'encours de produits dits dérivés soit 8 fois plus qu'il y a 8 ans. L'explosion des chiffres a d'ailleurs plus de signification que leur montant car les méthodes de comptabilisation manquent encore de finesse et on empile des contrats à effets contraires. Je reviendrai sur ce point.

Une large part des volumes en question découle d'opérations de gré à gré entre opérateurs, banques et également entreprises, mais l'émergence des marchés organisés portant sur des produits standardisés donne tout son sens au formidable écho de la gestion des incertitudes.

Ces produits standards, modélisés, prennent la forme d'un contrat, concept qui ira droit au cœur des juristes, lesquels doivent garder tout leur souffle pour rattraper par une doctrine adaptée le galop de pratiques en innovation permanente, elles-mêmes à califourchon sur des législations nationales hétérogènes, donc un contrat à terme, c'est-à-dire un engagement commercial entre un vendeur et un acheteur en vue de l'échange d'un produit défini à un prix déterminé et pour une date future. L'option, de son côté, sera le droit et non l'obligation de l'acheteur de réaliser l'échange dans les conditions préfixées. Je dis l'acheteur mais il pourra être acheteur tout aussi bien d'une option de vente que d'une option d'achat. Le produit physique, le nécessaire sous-jacent, celui que l'on désigne sous le nom de gisement, par exemple les obligations assimilables du Trésor Public — les fameuses OAT —, est mis en bouquet pour un montant égal à la valeur nominale du standard (par exemple 100 000 \$ ou 500 000 F à Paris). Le contrat est donc représentatif d'un titre virtuel — on dit « le notionnel » — et c'est lui qui fait l'objet de la transaction. On voit là tout ce que le négoce du futur doit à la conception pure, à l'innovation financière, se tenant à distance des pratiques traditionnelles de l'économie d'endettement antérieure.

Le vendeur de ce nouvel instrument financier est un emprunteur potentiel. Son risque correspond à une baisse de prix du titre, c'est-à-dire à une hausse des taux d'intérêt. L'emprunteur potentiel craint la hausse des taux et l'on a compris que plus grandes seront les incertitudes ambiantes, plus réel sera son risque de perte de substance. À l'inverse, l'acheteur est un investisseur. Il dispose d'argent à placer. Son risque correspond à une hausse de la valeur du titre, autrement dit à une baisse des taux d'intérêt.

Toujours dans le cadre des contrats modélisés, les marchés ont complété leur dispositif en donnant aux intervenants une échelle commune du temps à graduations trimestrielles. Dans un monde si incertain, on n'a pas retenu les échéances du Prophète Daniel ou celles de Saint Jean respectivement de 1 335 et 1 260 jours. On s'est contenté d'un horizon à 90 jours. Là se borne la vision eschatologique de la finance. Ainsi, chaque jour, on va coter, c'est-à-dire donner un prix de marché dans un concert de milliers d'instrumentistes, valeur mars/juin/septembre/décembre à une gamme de produits à trois ou six mois, un an, jusqu'à quinze ans.

Prenons l'exemple le plus simple, celui dont la durée du produit trois mois coïncide à la graduation trimestrielle susdite. Son taux de rendement est perçu *in fine* de telle sorte que sa cotation reflète, à première lecture, la valeur donnée par le marché au taux d'intérêt, c'est-à-dire au futur de trois mois sans qu'interviennent dans ce cas les ajustements mathématiques liés à la duration du produit. Le contrat à terme de notre exemple fixera tout simplement un indice à deux décimales correspondant à 100 moins le taux à 3 mois exprimé en pourcentage. Ainsi un cours de 96 signifie un taux de 100 — 4, soit un taux implicite de 4 % l'an.

Un jour J, l'opérateur, banque, entreprise, voire particulier, a le sentiment que les taux sont dirigés vers la baisse. Il anticipe donc une hausse des cours sur le Matif. Il achète alors par exemple dix contrats 3 mois sur l'échéance trimestrielle prochaine. Dix jours plus tard, notre investisseur révisé sa stratégie et décide de solder sa position en revendant ses contrats. Son ordre est par exemple exécuté à 96,25 ; le taux offert est alors de 3,75 % (100 — 96,25). Il a correctement anticipé. Son jeu, si l'on peut dire, peut aussi se fonder sur les écarts de prix d'une échéance trimestrielle à l'autre en reportant sa position sur une échéance plus lointaine, la cotation étant évidemment différenciée selon, par exemple, que l'on se cale sur J + 3 mois ou J + 6. L'opérateur se déterminera en fonction de l'idée qu'il se fait, dans ses calculs, par ses informations et eu égard à ses besoins de protection, de l'évolution des différentiels, achetant par exemple le contrat rapproché et vendant l'éloigné. Il sera gagnant si le différentiel augmente et perdant s'il diminue. Il pourra bien sûr couvrir le risque pris, lequel n'avait d'ailleurs souvent pour fonction que de protéger une incertitude. Autrement dit, pour ne pas accumuler les incertitudes, il pourra coupler sa transaction avec une position contraire optionnelle.

Je ne voudrais pas poursuivre sur ce mode un peu technique qui, d'ailleurs, reste simplificateur compte tenu de l'extrême sophistication des marchés. J'ai simplement souhaité apporter un témoignage concret de la réalité pratique de cette économie financière gestionnaire du futur et de la nouvelle fonction dévolue à l'argent depuis un quart de siècle dès lors que la précarité des horizons qui l'environnent appelle à conjurer la brisure de la flèche du temps.

Mais, experts que vous êtes à prendre vos distances par rapport aux initiatives humaines, peut-être vous dites-vous qu'il s'agit là d'un maelström, que la rigueur de votre esprit qualifiera au mieux de brownien et que son effervescence disqualifiera à vos yeux, telle une dégénérescence de fin de siècle, telle une mauvaise mode sans foi ni loi ?

Je voudrais, en restant bref, répondre à ce scepticisme critique. D'abord, vous avez vu dans quel décor cosmique l'argent devait désormais se chercher un rôle utile. La déréglementation internationale, face visible de la mondialisation, est irréversible, qu'on le regrette ou non. L'état antérieur de l'économie appartient à un passé perdu. Dirait-on des octrois dont on voit encore les vestiges aux accès de nos villes qu'ils retrouveront un jour un usage ? Des regroupements régionaux créeront çà et là des zones de résistance, tel l'euro dont — soit dit en passant — c'est la motivation essentielle, capables un temps d'endiguer la marée des anticipations transcontinentales. Mais l'époque de la marine à voile financière est bien dépassée, celle où chaque pays un temps soit peu organisé

soufflait le vent sur sa liquidité monétaire, sur la volure de ses taux, sur la marée des encaisses de ses résidents.

Secondement, ces instruments financiers nouveaux, cet argent dit dérivé de ses formes précédentes, véhiculent une évidente valeur ajoutée par les mécanismes d'échanges de risques qu'ils engendrent. Complétant, j'allais dire transcendant, le marché des actifs traditionnels, ils ont pour fonction de répartir les incertitudes ambiantes entre un très grand nombre d'acteurs tout en apportant une meilleure efficacité aux circuits du négoce financier. Il faut relever que les gains de productivité constatés sur les marchés à terme permettent une réduction de souvent dix fois des coûts des transactions par comparaison aux pratiques des échanges traditionnels des valeurs sous-jacentes. Dans un contexte de très grande concurrence, ces gains profitent au client final tandis que les intermédiaires successifs, notamment les banques, ne cessent de se remettre en question. Pour ce qui est de la perception concrète de ces valeurs ajoutées de protection contre les risques, prenons en quelques phrases l'exemple d'un industriel qui attend une rentrée d'argent, disons en juin prochain. Le prix du contrat qui nous a déjà servi d'illustration cote 95 à échéance juin. Notre chef d'entreprise veut se couvrir contre une baisse des taux dont les augures lui annoncent la tendance ; il entend profiter du taux actuel en anticipant son placement de liquidités. Aussi bien, il donne instruction à son banquier d'acheter des contrats échéance juin. Si à cette date son anticipation s'est révélée vérifiée, il revend ses contrats avec bénéfice, compensant le manque à gagner du taux de placement de sa liquidité par rapport au taux de l'époque à laquelle il a initié sa stratégie de couverture.

Exemple énormément simpliste mais correspondant bien à la même attitude que celle d'un chantier naval contractant une assurance responsabilité civile ou celle d'un transporteur assurant sa flotte de véhicules. Ces assurances sont d'ailleurs obligatoires. La gestion volontariste d'une trésorerie d'entreprise rend tout autant obligatoire le recours aux marchés financiers à terme.

Et pourtant continuera-t-on à penser : voilà des pratiques qui portent en germe des déséquilibres systémiques dont certaines *horror stories* défraient la chronique de temps à autre. Ne génèrent-elles pas de nouvelles et incontrôlées incertitudes ? Ne sont-elles pas le doigt d'une main invisible spéculative et dévastatrice ? Observons que les circonstances des désastres ponctuels qui interviennent çà et là (Banque Baring, Comté d'Orange, etc.) sont d'abord le fait de gestionnaires défaillants. Le marché, quant à lui, est par définition un jeu à solde nul : ce que l'un perd, l'autre le gagne. Et puis, il ne faut pas surévaluer la masse des volumes d'argent concernée par ces pratiques. Après tout, ce sont les intérêts du capital qui sont l'objet des transactions – et non le capital lui-même – et seul le différentiel entre les taux acheteur et vendeur constitue le véritable enjeu, soit 1 à 3 % des chiffres qui alimentent les statistiques pour ce qui concerne les instruments de taux. Il reste bien évidemment que le développement de toutes ces anticipations doit rester sous le contrôle d'intransigeantes structures de tutelle, que la police des marchés ne doit pas relâcher sa vigilance, notamment pour la surveillance du risque de contrepartie, et que plus précisément les anticipations à base d'options, avec leur formidable effet de levier, devront dans l'avenir être mieux maîtrisées. Soros lui-même appelait, en novembre dernier, à plus de contrôle sur ce créneau particulier du marché. Je

n'insisterai pas sur cet important sujet qui n'est pas exactement le nôtre ce soir et devrait être abordé sans parti pris d'angélisme et sans dénigrement systématique.

* *
*

Et, au-delà d'une maîtrise toujours renforcée des marchés financiers – maîtrise qui, pour le moment, fonctionne assez correctement – je préfère, en guise de conclusion, souligner le rôle joué par l'argent avec sa gestion des incertitudes dans la démocratisation de nos économies. Notre colloque de demain abordera les rapports de l'argent avec la personne humaine, avec la liberté individuelle. Je ne voudrais pas anticiper une fois de plus et évoquerai simplement la situation créée par ces vastes marchés de l'argent où, au gré de la confrontation des offres et des demandes, comme le constatait dans un autre colloque Marcel Boiteux, Président d'Honneur d'EDF et Président de l'Institut de Normal Sup, un nombre d'acteurs suffisant assure désormais l'objectivité des prix. La corbeille mythique où se décident les cours est désormais accessible à tous, petits et grands, les prix formés à terme pouvant être considérés comme la mise en commun de l'information publique et privée à un moment donné. Elles sont devenues largement inopérantes ces sphères de pouvoir confinées à la représentation de certains intérêts catégoriels qui ont tant influé sur la valeur de l'argent pendant des générations. L'anticipation, la valeur du futur, ne sont plus l'apanage de quiconque, quoi qu'il en coûte à nos préférences nationales héritées de l'Histoire. Auguste faisait de la divination un monopole d'État tandis que l'autodafé des prévisions de Suétone en annonçait bien d'autres. Vettius Valens, astrologue romain du II^e siècle, se félicitait que la connaissance soit réservée à un petit nombre de privilégiés ; passons sur toutes les manipulations des cent cinquante dernières années. Les marchés financiers de cette fin du XX^e siècle inscrivent leur évolution dans le sens du progrès humain et, comme le dit Valéry, dans ses *Histoires brisées* : « la prévoyance (nous dirions maintenant l'anticipation) donne le temps libre pour le futur ».

Aussi bien, en nous rappelant Dostoïevski, nous oserons la formule finale suivante : quand on tire dorénavant le diable par la queue, c'est qu'on a mal géré son temps.

13 avenue Bosquet – 75007 – Paris