

Réformer la finance

Pierre-Noël Giraud
Mines ParisTech
30/10/11
Document de travail

1. Rappel des fondamentaux

Avant de se demander ce qui doit être réformé dans la finance actuelle, il convient d'abord de rappeler : 1) les rôles respectifs des banques et des marchés financiers, 2) les fonctions que remplit aujourd'hui la finance et ses caractéristiques principales.

1.1 La monnaie, le crédit et les banques.

La monnaie de crédit

La monnaie, dans nos économies, est essentiellement constituée de comptes courants gérés par les banques commerciales. Les banques créent de la monnaie en faisant des prêts. Quand LCL fait un prêt de 100 000 euros à Pierre, elle ne les emprunte pas d'abord, ni ne « reprête » les dépôts de ses autres clients. LCL se contente « d'écrire » (ce pourquoi on parle de « monnaie scripturale ») que le compte courant de Pierre dispose désormais de 100 000 euros de plus. Si Pierre s'en sert par exemple pour régler, par débit de son compte courant, Paul qui a un compte à la BNP, LCL a besoin de se refinancer.auprès de qui ? auprès des banques qui, à la fin de la journée, sont excédentaires en monnaie. Le refinancement des banques se fait sur le marché dit « interbancaire ». Sur ce marché, s'établit donc un taux d'intérêt pour les « liquidités », c'est-à-dire la monnaie que les banques se prêtent entre elles au jour le jour.

Contrairement à une idée reçue, les banques ne se contentent donc pas de « reprêter » la monnaie déposée sur les comptes qu'elles tiennent, elles ont l'initiative de la création monétaire : les « crédits font les dépôts » et non l'inverse.

La politique monétaire des banques centrales.

C'est sur le taux du marché interbancaire que les banques centrales interviennent. En prêtant aux banques commerciales (c'est-à-dire en créant de la « monnaie centrale ») à un « taux d'intervention » qu'elles décident (désormais en toute indépendance à l'égard des gouvernements), les banques centrales stabilisent autour de ce taux le marché interbancaire, donc le coût de refinancement des banques. Si les banques sont en compétition, elles vont répercuter les variations de taux du marché interbancaire à leurs clients, en y ajoutant une marge et des primes de risques dépendant des clients. Ainsi la banque centrale

influence le taux des crédits bancaires que consentent les banques à « l'économie », c'est à dire aux ménages et aux entreprises. Ainsi peut-elle réguler le montant des crédits à l'économie, c'est à dire la création monétaire, en faisant varier son taux d'intervention.

Les fonctions des banques et l'horreur des crises bancaires

Les banques assurent donc deux fonctions économiques essentielles : elles organisent le système de paiements entre agents économiques et elles financent leurs projets par le crédit. Rien de pire par conséquent qu'une crise du système bancaire. Les Etats doivent à tout prix l'empêcher. Cette crise peut prendre différentes formes. La plus grave est que les agents économiques perdent confiance dans la monnaie bancaire et tentent de retirer leurs dépôts des banques en demandant leur transformation en la seule autre forme de monnaie disponible : les billets de la Banque Centrale. C'est le « *bank run* ». Pour l'éviter, les Etats garantissent les dépôts bancaires : même quand une banque fait faillite, ses clients peuvent les récupérer, du moins jusqu'à un certain montant.

Une autre forme de crise bancaire est la crise de liquidité : les banques ne se font plus confiance et ne se prêtent plus sur le marché interbancaire. Faillite assurée pour celles qui sont à cours de liquidité, si du moins la banque centrale ne leur prête pas toute la monnaie dont elles ont besoin. C'est ce qu'elles ont fait, massivement, en 2008. Ne sachant pas si les autres banques n'étaient pas « plombées » par la faillite de Lehman Brothers et plus généralement par la détention d'« actifs toxiques » dont l'existence et le volume (impossible à évaluer ce qui accroît encore la méfiance, mais soupçonné considérable) étaient révélés par la crise, les banques cessèrent de se prêter leurs liquidités. Les banques centrales ouvrirent alors en grand leurs guichets de refinancement, acceptant comme garantie de leurs prêts aux banques commerciales des créances de moins bonne qualité que de coutume (y compris certains « actifs toxiques »). En d'autres termes, les banques centrales jouèrent leur rôle de pourvoyeurs ultimes de « liquidités » aux banques commerciales. Heureusement. Sinon, on aurait connu des faillites bancaires en cascade, une restriction drastique des crédits « à l'économie » par les banques survivantes (« *credit crunch* ») et une très profonde récession, comme en 1930. Cette leçon là, au moins, a été tirée.

Enfin, une banque particulière peut faire faillite, soit parce qu'elle a mal évalué les risques de ses clients et fait trop de crédits « non performants », soit parce qu'elle a joué et perdu sur les marchés financiers. Si elle est de petite taille, ce n'est pas grave, à condition qu'elle n'entraîne pas trop d'autres petites banques dans sa faillite. Elle sera alors reprise par une plus grande banque en bonne santé. Mais si c'est une très grande banque qui fait faillite (comme par exemple l'une des trois grandes banques « généralistes » françaises), il est peu probable que des capitaux privés suffisent à la recapitaliser, et c'est l'Etat qui doit s'en charger. Une telle banque est en effet : « *too big to fail* », trop grosse pour faire faillite. Ce qui lui permet évidemment de faire chanter l'Etat.

Le système bancaire est donc le cœur et l'appareil circulatoire de l'économie : il vaut mieux éviter les thromboses et l'infarctus. Le problème, comme on va le voir, c'est que depuis 20 ou 30 ans, dans un mouvement qui s'accélère, les banques ont enivré les acteurs des marchés financiers, puis se sont enivrées elles mêmes, ce qui a provoqué de gros troubles circulatoires...

1.2. La finance de marché et les banques.

La finance de marché remplit, quant à elle, deux fonctions économiques:

1) Rassembler de l'épargne, c'est-à-dire de la monnaie déjà créée mais oisive, et la céder, en échange de titres financiers, aux acteurs qui ont besoin de monnaie pour financer leurs projets. Les titres financiers ne sont que de simples promesses de revenus monétaires futurs que les émetteurs de titres font à ceux qui les achètent. Les revenus futurs « promis » sont normalement supérieurs au prix d'achat du titre, mais en aucune façon garantis. Tout titre financier promet un « rendement », mais présente un « risque ».

2) Organiser un vaste marché de vente et d'achat de risques économiques. Parmi les marchés financiers, les marchés dérivés sont spécialement consacrés aux purs échanges de risques. Par exemple, les « options » ou les « swaps » permettent de se couvrir contre un risque de variation des prix des matières premières, des taux de change, des taux d'intérêt. L'extraordinaire développement des marchés dérivés permet aujourd'hui, pour à peu près n'importe quel titre, de moduler son rendement et son risque en vendant une partie du risque sur ces marchés. C'est par exemple la fonction des CDS (*Credit Default Swap*), qui, en échange d'une partie du rendement d'une obligation, « assurent » le détenteur de l'obligation contre le défaut de l'émetteur.

Comment sont évalués le rendement attendu et le risque des titres échangés sur les marchés financiers ?

Lorsqu'une banque fait crédit à une entreprise, elle partage le risque des projets de l'entreprise avec les actionnaires. C'est alors la banque qui évalue elle-même le risque de l'entreprise, en particulier le ratio dette / fonds propres qui garantit à ses yeux sa solvabilité. Cela lui permet de fixer une « prime de risque », spécifique à l'entreprise.

Mais sur les marchés financiers, chaque acheteur ne peut évidemment se permettre de faire lui-même une évaluation précise du rendement attendu et du risque des milliers de titres disponibles qui s'offrent à son épargne ! Il doit donc se fier à des « agences de notation » et à des « analystes financiers », dont c'est le métier.

Les marchés financiers et les banques

Financement de l'économie par les marchés et par le crédit bancaire sont deux moyens en concurrence, du moins pour les grandes entreprises et

les Etats, qui seules ont accès aux marchés financiers pour « lever des fonds ». En revanche grâce aux fonds(de retraite, de placement, d'assurance vie) qui la mutualise, même la petite épargne peut s'investir massivement sur les marchés, au lieu de s'investir à des taux faibles mais stables dans les livrets d'épargne proposés par les banques.

Mais les banques ont fort vite réagit à cette concurrence, en devenant elles même des acteurs majeurs des marchés financiers. Elles organisent les émissions d'obligations et d'actions des entreprises. Elles placent les obligations des Etats (essayez d'acheter directement les « bons du trésor au porteur » que nos grand mères cachaient sous les piles de linge dans les vieilles armoires : c'est impossible, vous devez passer par votre banque qui prend une commission au passage). Elles créent et gèrent des fonds de placement, font de la gestion personnalisée de gros patrimoines financiers. Elles créent en permanence des instruments dérivés sophistiqués et de gré à gré (OTC) qu'elles commercialisent et couvrent sur les marchés dérivés organisés ou OTC. Elles conseillent les entreprises dans leurs opérations de fusions, acquisitions et financements complexes. Elles emploient les analystes financiers qui conseillent les investisseurs individuels et les fonds d'investissement. Enfin elles investissent elles mêmes en titres financiers. Rien de plus simple en vérité pour elle, puisqu'elles peuvent créer de la monnaie pour acheter des titres.

Résultat, si les profits des banques dans les années 70 et même 80 venaient pour 80% de leur activité de crédit et pour 20% de leurs activités de marché, la proportion s'est inversée dans les années 90. On comprend mieux que les banques, firmes privées cherchant à maximiser le profit de leurs actionnaires, préfèrent se livrer aux délices des marchés que de faire des prêts aux PME. On comprend aussi pourquoi elles s'arrachent des traders et des ingénieurs financiers à prix d'or; c'est encore bien moins que ce que ces individus leur font gagner !

1.3 La spéculation, en général et sur les marchés financiers

La finance de marché est souvent critiquée comme « le temple de la spéculation ». Si l'on définit la spéculation comme la prise délibérée d'un risque économique dans l'espoir d'un gain monétaire, la spéculation est non seulement universellement répandue dans les capitalismes, mais absolument indispensable à leur fonctionnement. Un industriel qui investit pour lancer un nouveau produit, dont le succès est toujours incertain, fait un pari sur l'avenir. Ce pari est motivé par l'attrait d'un gain qu'il espère le plus élevé possible. Il prend aussi le risque d'une perte. C'est un spéculateur. Il est vrai que la finance de marché, en particulier les marchés dérivés, permet de prendre des risques considérables, pouvant engendrer des gains et des pertes très importantes avec une mise initiale limitée, et ce avec la plus grande facilité.

Si tous les acteurs économiques sans exception prennent des risques et par conséquent spéculent, il est clair que la ligne de démarcation pertinente ne passe pas entre la spéculation et la non spéculation, mais

entre la spéculation socialement utile et la spéculation socialement nuisible. Il est clair également que cette définition de l'utile et du nuisible est rien moins qu'évidente et nourrit par conséquent une grande confusion dans les débats sur la spéculation.

Il existe des spéculations socialement utiles : puisqu'il est en bonne voie de béatification, citons l'entreprise fondée par Steve Jobs, une entreprise incontestablement hautement spéculative. A l'autre extrême, on trouvera par exemple la spéculation contre les monnaies des pays du Sud-Est asiatique à la fin des années 90, où des anticipations « auto réalisatrices » sur la valeur de leur taux de change ont fait perdre près de deux ans de croissance à ces pays, « pour rien ». Mais la frontière précise entre les spéculations, c'est-à-dire les prises de risque, socialement utiles et socialement nuisibles relève toujours de jugements de valeur qui ne seront jamais universellement partagés, d'où un débat sans fin.

Il reste que les marchés financiers dérivés permettent désormais à tout le monde de spéculer sur à peu près tout ce dont le prix bouge.

1.4. L'instabilité intrinsèque de la finance de marché.

Un titre financier n'étant qu'une promesse de revenus futurs, les marchés donnent un prix aux anticipations des acteurs sur l'avenir : l'avenir d'une entreprise s'agissant du prix d'une action, l'avenir des finances publiques s'agissant du prix d'une obligation émise par un État, l'avenir d'une économie nationale par rapport aux autres s'agissant du taux de change d'une monnaie. Les prix résultent à chaque instant de la confrontation des anticipations de tous les acteurs intervenant sur les marchés financiers. Comme Keynes l'avait bien montré, ce face-à-face, où l'important n'est pas d'avoir raison mais d'avoir tort avec tout le monde, donne lieu à un « mimétisme rationnel » qui engendre nécessairement d'amples fluctuations. Ayant longuement développé ce point dans : « Le Commerce des Promesses » (Points-Seuil, 2009), je me permets ici d'y renvoyer. La conclusion, c'est que les marchés financiers sont inévitablement instables et évoluent nécessairement en une succession de booms suivis de krachs plus ou moins violents.

2. La finance globale de marché aujourd'hui.

En 30 ans nous avons connu, sous la direction des grandes banques de crédit devenues « banques universelles » et des anciennes banques d'affaire, un bouleversement de la finance, avec l'entière approbation des Etats. Nous sommes passés en Europe d'un système bancaire dominé par les banques de dépôt, dans des espaces monétaires cloisonnés, à une « finance globale de marché » organisée par les banques : circulation libre des capitaux (sauf avec la Chine), décloisonnement total de l'industrie financière.

2.1 Madoff comme emblème.

L'industrie financière a alors fait preuve, depuis 20 ans, d'une capacité d'innovation exceptionnelle et en vérité intellectuellement fascinante. Il est vrai qu'elle s'est offert certaines années les services de près de la moitié des promotions de polytechnicien(ne)s et de bon nombre d'agrégés de mathématiques. La « titrisation » des créances bancaires, ou de paquets de titres existants mélangés avec des créances bancaires, la « structuration » par « tranchage » d'un même titre en plusieurs titres de risque et de rendement différents, enfin l'invention de produits dérivés de plus en plus complexes, ont permis une véritable explosion du nombre et de la nature des titres proposés aux épargnants individuels, aux collectivités locales, aux fonds d'investissements divers, des fonds de retraite au plus spéculatifs des « hedge funds ».

En réalité, personne, même pas ceux qui ont inventé ces titres complexes, (pour l'essentiel dans les banques d'affaires), n'était capable d'évaluer sérieusement le couple rendement/risque de ces titres issus de la titrisation de paquets hétérogènes d'autres actifs, plus ou moins structurés et « assurés » par des instruments dérivés.

Ces innovations ont donc permis à l'industrie financière de se livrer à un jeu très lucratif : inventer sans cesse de nouveaux titres, conserver, grâce à d'importantes commissions d'émissions, une partie de leur rendement et les céder à d'autres qui supportaient ainsi la totalité d'un risque pratiquement inévaluable, mais qu'ils sous estimaient grandement. C'est ainsi que durant les années 2000, une grande quantité de titres, rétrospectivement appelés « actifs toxiques » ont été diffusés chez les investisseurs. Mais cela s'est terminé en 2008 par l'arroseur arrosé : des banques aussi, ou leurs filiales d'investissement, avaient conservé en fonds de cuve les plus risqués et donc « infourguables » des produits « structurés », ou même acquis certains de ces titres en se faisant rouler par la voisine. Certaines n'ont pas survécu au krach.

La finance de marché est ainsi devenue une vaste arène où des millions de patrimoines financiers, tous à la recherche du rendement maximum, s'affrontent en permanence. Une succession de booms et de krachs ont alors engendrés de gigantesques transferts entre patrimoines. Sans surprise, dans cet affrontement, les patrimoines des petits épargnants peu informés et attirés par des promesses de rendements mensongères, furent globalement les grands perdants, tandis que les plus habiles dans l'industrie financière eurent l'occasion de bâtir très rapidement de véritables fortunes. L'asymétrie d'information entre la masse des épargnants et les professionnels de l'industrie financière est telle que cette dernière a pu, au cours des dernières décennies, capter une part croissante de la valeur ajoutée des économies où le système de la finance de marché globale s'est imposé, c'est à dire pour l'essentiel les pays riches, les pays émergents ayant pour beaucoup eu la prudence de s'en protéger.

Ce qu'a fait Madoff n'est pas l'excès tératologique de la finance de marché actuelle, c'est son moteur fondamental. C'est même le moteur fondamental des capitalismes. On se plaît à dire que l'économie de marché, le « doux commerce », a remplacé l'emploi de la force brute dans

le partage des richesses entre les hommes. Il reste qu'il est en général bien plus facile de faire razzia sur la richesse déjà produite que d'en produire. Un entrepreneur capitaliste mu par l'appât du gain, ce qu'il est supposé être même chez ses plus ardents défenseurs, chercha donc d'abord à s'approprier, par les moyens du marché, la richesse des autres plutôt que d'en créer, et se ne résignera à tenter cette aventure que quand il ne parvient plus à piller directement assez... De ce point de vue, Madoff est un chef d'œuvre.

2.2 Où en sommes nous donc ?

Dans les pays riches, le système monétaire et financier est désormais caractérisé par les traits suivants :

- Les banques, qui créent toujours de la monnaie en faisant des crédits mais qui sont en même temps devenues des acteurs majeurs des marchés financiers, ont engendré une interpénétration complète des dynamiques de la création monétaire et de la finance de marché.

- La création monétaire alimente la hausse du prix des actifs en phase de boom. En effet, les Banques Centrales ont pour mission de régler la création monétaire (en modulant le coût du refinancement des banques sur le marché interbancaire) de façon à limiter l'inflation du prix de biens et services à 2%/an au plus, tout en maximisant la croissance. Tant qu'on se situe en dessous de ce taux d'inflation limite, elles n'ont pas de raison de fixer des taux d'intervention élevés. Il existe alors toute sorte de moyens d'emprunter à taux faible aux banques pour acheter des titres qui, si les marchés « montent », promettent des rendements bien supérieurs. En revanche, quand survient un krach sur les marchés financiers, les banques centrales, pour les raisons qu'on a dites, ouvrent en grand les vannes de la création monétaire pour tenter de lutter contre les récessions qu'entraîne le krach.

- Dans l'ensemble, sur la totalité d'un cycle, la création monétaire est par conséquent tendanciellement trop abondante, engendrant en moyenne des prix des titres excessifs par rapport aux revenus futurs auxquels ils donneront finalement droit. On peut dire que l'inflation, chassée du marché des biens par une sévère compétition mondiale, s'est réfugiée dans le gonflement du prix des actifs de marché. C'est cette valeur « en excès » de l'ensemble des titres financiers (en excès par rapport à tous les scénarios vraisemblables des revenus auxquels ils donneront droit), que j'ai appelée le « mistrigri ».

- Ce mistrigri doit être périodiquement « purgé ». Il l'est en grande partie par le krach lui-même, mais pas entièrement. S'ensuit donc une lutte au couteau pour savoir qui va hériter du mistrigri restant, c'est à dire des titres qui doivent encore être fortement dévalués. On assiste en Europe à une lutte de ce type, s'agissant du mistrigri désormais logé dans certains titres de dette publique, grecque, portugaise, demain peut être italienne, espagnole ou française.

- Enfin dans le monde actuel, on sait que l'abondance de liquidités, provoquée par une politique monétaire désormais asservie aux fluctuations des marchés financiers, est de plus amplifiée par les déséquilibres des balances des paiements, en particulier des États-Unis et de la Chine, mais aussi du Japon et de l'Allemagne. Mais ces déséquilibres viennent eux même de déséquilibres internes à ces pays. Aux États Unis, les salaires étant laminés par la globalisation, les ménages s'endettent (on les y pousse : « les subprimes »), avec eux l'État et l'ensemble du pays. Les chinois eux, ne parviennent pas à investir chez eux, au profit du recentrage de leur économie, une énorme épargne dont ils exportent les excédents. Les pays en excédent de balance courantes (plus simplement appelée « balance commerciale ») sont en effet des pays qui dégagent un excès d'épargne et qui doivent placer cette épargne en titres étrangers, augmentant ainsi encore le volume de liquidités qui cherchent à s'investir sur les marchés.

En bref la conjonction : du poids et de la sophistication croissants de la finance de marché, de son instabilité amplifiée par les asymétries d'information entre la masse des épargnants et l'industrie financière elle-même, de l'asservissement de la politique monétaire des pays riches aux fluctuations intrinsèques des marchés financiers, des politiques poussant à consommer à crédit dans les pays riches en raison du laminage des classes moyennes, enfin les politiques de rattrapage extraverti de certains pays émergeant, dont la Chine, tout cela a entraîné les enchaînements de booms et de krachs qui caractérisent l'économie globale depuis une vingtaine d'années.

Limités dans les années 90 à la périphérie du système (crises de change dans les pays émergents), les krachs ont, avec celui des valeurs « Internet » en mars 2001 et surtout avec la crise de 2008, investi le coeur même de la finance globale de marché.

3. Quels objectifs pour une réforme du système financier et monétaire ?

3.1 Réformer pour quoi ? Pour qui ?

L'analyse d'un système financier donné, à une époque donnée, mettra toujours en évidence des avantages pour certains et des inconvénients pour d'autres. Ainsi la finance de marché globale permet à des acteurs globaux et sophistiqués de minimiser le coût du financement de leurs projets et de régler au millimètre les risques qu'ils sont prêts à prendre. En revanche, l'asymétrie d'information qui la caractérise et son instabilité intrinsèque pénalisent généralement lourdement les petits épargnants.

Aujourd'hui, la petite épargne doit soit se contenter de taux d'intérêt relativement sûrs mais négatifs (les comptes d'épargne dans les banques, dont les « livrets A », sont rémunérés à des taux inférieurs à l'inflation), soit miser sur des instruments plus risqués avec une probabilité de perte aussi sinon plus grande que si elle jouait au casino ou aux courses. De plus, l'instabilité de la finance de marché et les crises économiques qu'elle engendre érodent incontestablement les revenus du travail, ne serait-ce qu'à travers le chômage.

Naturellement, les défenseurs de ce système, au premier rang l'industrie financière elle-même, justifient l'énorme captation de valeur par la finance au nom des éminents services qu'elle rendrait à l'innovation productive et à la croissance. Pour ses défenseurs, la finance actuelle permet de maximiser la croissance potentielle des économies, et cet avantage l'emporte sur ses inconvénients. Certes, nous dit-on, une Aston Martin a plus de chances de sortir de la route qu'une 2CV, mais en moyenne elle roule plus vite. À constater les performances économiques des pays riches, où les gouvernements ont laissé cette finance se développer depuis trois décennies, on peut douter de l'argument.

Il reste que, si l'on s'interroge sur les grands objectifs que pourrait se fixer une réforme de la finance, il est indispensable de préciser d'abord du point de vue de qui on se place. Comme je le fais habituellement, je me placerai ici du point de vue du « milliard d'en bas », c'est à dire des plus pauvres, dans le monde et dans les pays riches.

3.2 Avant tout : stabiliser, en isolant la finance de marché

De ce point de vue, l'objectif principal d'une réforme de la finance devrait être de supprimer son instabilité et la violence des transferts, très généralement au détriment des plus pauvres, qu'elle engendre. Réduire au maximum l'instabilité, même si c'est au prix d'une diminution de la sacro-sainte et d'ailleurs improuvable « efficacité des marchés », voilà donc, si l'on se place du point de vue du « milliard d'en bas », ce que devrait être l'objectif de la réforme.

Si l'on se fixe comme objectif principal la stabilisation, alors il faut d'abord et avant tout isoler la finance de marché de la sphère de la monnaie et du crédit.

On l'a vu, l'instabilité de la finance de marché est intrinsèque. Il est vain de tenter de la réduire par des réglementations. L'innovation financière sera toujours plus imaginative et plus rapide que les réglementations. Il se trouvera toujours des acteurs pour vouloir prendre de gros risques en espérant des gains importants. Qu'on les laisse donc jouer ! Mais uniquement entre eux... Ce qu'il faut interdire, c'est qu'ils puissent le faire avec de la monnaie empruntée aux banques et que les banques puissent le faire avec de la monnaie qu'elles créent elles-mêmes. Il faut donc rétablir, comme le « Glass Steagal Act » l'avait fait aux États-Unis dans les années 30, une séparation stricte entre les banques qui gèrent les

dépôts et font des crédits d'une part et les institutions financières qui interviennent pour leur compte ou pour le compte des épargnants sur les marchés financiers.

C'était d'ailleurs là l'essence des propositions (fort moquées ou simplement ignorées à l'époque) de Maurice Allais dès les années 90, que j'avais exposées et commentées dès 2001 dans la première édition de «Le Commerce des Promesses». Je constate aujourd'hui que certains experts reprennent ces propositions, sans toujours citer Maurice Allais, et surtout sans discuter sur le fond la radicalité de ses positions...

Cet objectif général inspire désormais la loi Volker aux Etats Unis ainsi que les propositions de réforme de la commission Vickers en Grande Bretagne. Même en France, où pourtant la puissance d'influence des très grandes banques « généralistes » est considérable, certains hommes politiques, dans l'opposition et même dans la majorité, s'y déclarent aujourd'hui favorables.

Il est clair qu'en la matière, on ne prend pas grand risque et l'on se taille un succès d'opinion facile en affirmant qu'il faut interdire aux « *hedge funds* » de spéculer avec de l'argent emprunté aux banques, au risque de mettre ces banques en péril, et donc de provoquer un « *credit crunch* » ou pire, une crise systémique (faillite en chaînes des banques).

Mais on attend toujours sur ce point, au delà de l'exposé des principes, les propositions précises des uns et des autres. Ce qu'il faut c'est empêcher, par des moyens si nécessaire grossiers, brutaux mais faciles à contrôler, que la création monétaire alimente la spéculation sur les marchés financiers. Il est clair par exemple qu'il ne serait pas sérieux de ne pas exiger la séparation capitaliste des différents types d'institutions financières et se contenter de l'assurance que les banques établiront elles-mêmes des « murailles de Chine » en leur sein ou avec leurs filiales d'investissement. De même qu'il ne serait pas sérieux d'ignorer les mal nommés « paradis fiscaux », montrés du doigt en 2008 et aujourd'hui presque oubliés, c'est-à-dire les territoires qui trouvent leur intérêt à s'abstraire des règles édictées par les autres pays.

L'alternative à la séparation

Cette solution n'a pas la faveur des grandes banques universelles qui proposent une alternative: prendre des mesures pour qu'elles absorbent en elles-mêmes plus facilement les chocs issus de la finance de marché. De ce point de vue, plus elles ont de fonds propres par rapport aux engagements risqués, plus elles sont capables de résister aux chocs. Ce système peut s'analyser comme une assurance privée, mais sous contrôle de, et avec comme réassureur, l'État. De même que tout assureur demande à celui qu'il s'assure contre le vol une serrure à trois points, l'État réassureur demande aux banques d'augmenter leurs fonds propres et de mieux gérer leurs risques. Cela, font bien sûr remarquer les banques, aura la conséquence d'augmenter les frais donc les marges bancaires et de renchérir le crédit. Sauf naturellement si l'on insuffle une certaine concurrence entre les banques de détail, qui fait largement défaut aujourd'hui, et si l'on profitait ainsi de tous les gains de productivité

rendus possibles par la numérisation généralisée. En échange donc, l'État s'engage à procurer aux banques toutes les liquidités nécessaires en cas de crise de liquidité et même si besoin est des fonds propres, pour qu'elles ne fassent pas faillite. Cette assurance contre les faillites bancaires, celles du moins des banques "trop grandes pour chuter", a naturellement un coût pour les finances publiques.

Les grandes banques, conscientes de la nécessité de stabiliser la finance globale, ne seraient pas opposées à ce type de solution, même si, comme il est normal en période de négociation, elles s'en défendent aujourd'hui. Cependant, puisque l'État, donc la collectivité des contribuables, sont les assureurs en dernier ressort, puisque les citoyens dans leur ensemble, et particulièrement les plus pauvres, paieront de toute façon les dégâts résiduels de l'instabilité de la finance de marché, on peut se demander pourquoi supporter en plus, via le coût du crédit, le surcoût de l'augmentation des fonds propres bancaires, qui ne sert après tout qu'à rémunérer leurs actionnaires comme auparavant? L'idée vient immédiatement de s'en dispenser en nationalisant les banques de crédit. Certes, il s'agira d'un arbitrage entre coût du crédit et recettes de l'Etat actionnaire, mais ce choix deviendra un instrument de politique publique.

On rétorquera que les banques nationalisées s'assoupissent alors dans un oligopole douillet (comme elles le firent dans le passé, qu'elles aient été nationalisées ou privées, d'ailleurs), ce qui serait insupportable en raison de la concurrence internationale. Point n'est besoin ici d'invoquer la concurrence internationale, ce serait insupportable en soi. La solution est d'instituer une véritable concurrence entre les banques nationalisées. Tentons d'avoir désormais toujours le réflexe, face à une question de politique économique, de se demander: "comment font les Chinois". Dans chaque secteur, y compris le secteur financier, les Chinois promeuvent l'émergence d'un oligopole public compétitif, à la japonaise des années 60 et 70. Et l'on peut faire confiance à l'État central, pour qui c'est aussi un enjeu de reprise de pouvoir sur les Etats provinciaux, pour entretenir cette compétition. Juste ce qu'il faut de compétition en tout cas pour ce qui est jugé dans l'intérêt général par ce même Etat central. Ce que font les Chinois, ne pouvons-nous le faire ?

Cette analyse critique de l'alternative à la séparation stricte de la monnaie et de la finance nous permet de compléter la proposition initiale. Le meilleur moyen de les séparer, c'est en effet de nationaliser les banques universelles, après en avoir préalablement séparé toutes les activités de marché, qui resteront privées, mais ne pourrions plus créer de la monnaie ou emprunter aux banques de crédit. Sous réserve que cela n'affaiblisse pas la concurrence entre elles, le caractère de firme publique "compétitive" des banques de crédit rendra plus aisé le contrôle de leurs rapports à la finance de marché. Une telle réforme soulève naturellement nombre de questions plus techniques, comme celle de savoir si les banques de crédit pourraient se couvrir sur les marchés financiers. Mais ces questions peuvent recevoir des solutions dans un cadre qui respecte le principe fondamental, à savoir l'interdiction d'user d'effet de levier de

crédit pour intervenir sur les marchés financiers.

3.3 Plus complexe est la question de la création monétaire.

Faut-il, comme le proposent certains à l'occasion de la crise de la dette publique, la réserver aux banques centrales et l'utiliser pour financer les déficits publics (c'était une des propositions de Maurice Allais)?

Sans entrer ici dans le détail de la discussion, disons qu'une création monétaire purement centralisée, et non pas décentralisée au niveau des banques commerciales, aurait probablement plus de chances d'être soit insuffisante soit excessive, et donc d'engendrer des cycles économiques là où l'on recherche précisément plus de stabilité.

Mais bien évidemment si l'on permet, comme c'est le cas aujourd'hui, aux banques commerciales de créer de la monnaie, il sera bien difficile de leur interdire d'utiliser cette monnaie pour intervenir sur les marchés financiers, soit pour leur compte propre, soit via des filiales éloignées : la tentation est véritablement trop forte, elles feront les innovations financières nécessaires pour continuer à jouer à la barbe des régulateurs. On a fait l'hypothèse que le contrôle serait plus facile sur des banques à capitaux public, à conditions que ce soit aussi l'occasion de stimuler la compétition entre elles.

3.4 Et le système monétaire international ?

Enfin le dernier volet du dossier, qui contrairement aux apparences n'est pas nécessairement le plus complexe, est la réforme du système monétaire international.

De nombreuses voix s'élèvent aujourd'hui pour détrôner le dollar, et soit dit en passant également l'euro, donc les monnaies nationales qui servent de monnaies internationales, et ce, au profit des DTS (Droits de Tirages Spéciaux) émis par le FMI, voire de l'or ou d'une monnaie gagée sur un panier de matières premières. Remarquons d'abord que la pure « monnaie marchandise », l'or par exemple, est un mythe. Dès le 13^{ème} ou le 14^{ème} siècle en Europe, la monnaie internationale fut constituée de monnaies scripturales nationales (les « lettres de change » émises par les banquiers de Gênes et des Flandres par exemple). Avec cette différence que ces monnaies, sous certaines conditions, étaient ultimement convertibles en or. Quant à une monnaie scripturale produite et régulée par une institution supranationale elle est, en effet, parfaitement envisageable. Elle avait d'ailleurs été proposée, sous le nom de « Bancor » à la conférence de Bretton Woods en 1944, par le négociateur britannique: Keynes. Aujourd'hui, ce pourrait être un avatar du DTS, c'est à dire un panier de monnaies nationales.

Certains « *Think Tanks* » tels que : le « World Future Council » ou le « Peterson Institute » et des experts de plus en plus nombreux préconisent la réactivation des DTS. C'est en effet l'une des rares mesures décidées dans le cadre du G20 pour lutter contre la crises financière, que d'avoir permis au FMI d'émettre de nouveaux DTS.

Des experts voudraient que cette création monétaire soit destinée dans un

premier temps à financer les biens publics mondiaux (la protection du climat et les Objectifs de Développement du Millénaire), puis qu'elle soit progressivement étendue à d'autres financements, les DTS jouant alors un rôle croissant comme forme de monnaie de réserve centrale. A analyser en détail ces propositions, on s'aperçoit vite qu'elles reviennent à autoriser chacune des grandes Banques Centrales à émettre plus de leur propre monnaie, dans la proportion qui compose le simple panier de monnaies qu'est le DTS. Dans ce cas, il suffit d'un accord de coordination des politiques monétaires et budgétaires (pour financer les biens publics mondiaux), il n'est pas nécessaire de créer des DTS, qui ne sont qu'une modalité de coordination.

Plus généralement, une vraie monnaie « supranationale » serait produite selon des règles qui devraient être acceptées par tous les Etats et qui les contraindraient. Pour qu'il en soit ainsi, il faudrait que les Etats les plus puissants de la planète abandonnent leur souveraineté monétaire. Dans l'état actuel du monde, on ne voit vraiment pas pourquoi les Etats Unis, la Chine ou l'Inde le feraient.

Le véritable enjeu est donc, plus modestement, non pas d'inventer une monnaie supranationale, mais la stabilisation des taux de change, par coordination étroite des politiques monétaires des pays émetteurs des monnaies qui sont, ou qui pourraient devenir des monnaies internationales, Yuan compris, et sans doute bientôt la Roupie. C'est le premier pas indispensable, c'est ce qui a été fait en Europe avant l'euro.

L'un des points à discuter en premier lieu est la reconquête d'une maîtrise par l'Europe de sa politique de change et monétaire, comme en Chine. Car aucun des problèmes européens, dont l'origine est la très grande inégalité interne des territoires de l'Union, ne peut se résoudre sans une redéfinition de son rapport aux pays émergents et aux Etats Unis, dans le domaine financier comme dans celui de l'industrie et des échanges commerciaux (Voir de l'auteur : « L'industrie dans la globalisation »).