# La crise financière, fruit du mensonge

## La monnaie, instrument de la contrainte budgétaire

La monnaie est ou n'est pas un bien, selon les instruments utilisés, qui varient selon les époques. Qu'elle prenne la forme d'un objet précieux, comme une pièce d'or, ou qu'elle soit abstraite, comme un solde créditeur sur un compte en banque, la monnaie consiste toujours à mettre l'arithmétique au service de l'organisation de notre vie économique et sociale[1].

Plus précisément, notre conduite est conditionnée par la contrainte monétaire. Georges Brassens est à ce sujet beaucoup plus pertinent que de nombreux traités savants :

« *Chez l'épicier, pas d'argent, pas d'épices,*

*Chez la belle Suzon, pas d'argent …* »

Autrement dit, si l'on veut des épices, il faut que notre compteur monétaire (compte en banque ou pièces dans une bourse) soit positif. Et pour cela, il faut avoir fait quelque chose qui le rende positif : avoir travaillé, par exemple.

Si la monnaie n'était constituée que d'or et d'argent, on pourrait imaginer se passer de créances et dettes : tous les achats s'effectueraient au comptant, en espèces sonnantes et trébuchantes. En fait, les choses ne se sont jamais passées de cette manière. L'économie a besoin de plus d'argent que les mines ne peuvent fournir de métal. Ainsi l'Europe connut-elle à la fin du XIVème siècle une disette monétaire, provoquée par le déficit de la balance des paiements courants – les métaux précieux filaient en Orient en règlement des importations européennes – et la faible production des mines en Occident. Ce fut une période noire, car la confiance était trop restreinte pour que la monnaie de crédit soit un substitut suffisant à la monnaie métallique. Mais elle aurait été encore plus noire s'il n'y avait eu que la monnaie métallique.

Les économies contemporaines ne pourraient pas de passer de monnaie abstraite, virtuelle. Cette monnaie pourrait théoriquement prendre la forme de sommes sur des comptes tenus par un unique organisme ayant le monopole du service monétaire. Les paiements s'effectueraient, comme aujourd'hui, par virement d'un compte à un autre. Mais ces comptes ne pourraient jamais devenir débiteurs, l'organisme monétaire ne ferait aucun crédit, il se contenterait de tenir les comptes et d'exécuter les ordres de virements. La quantité de monnaie pourrait augmenter à un rythme compatible avec la stabilité de son pouvoir d'achat, c'est-à-dire au même rythme que le PIB, par inscription *ex nihilo* de sommes sur les comptes des Etats. Il n'existerait aucune forme de création de monnaie en dehors de ces inscriptions *ex nihilo* sur les comptes des Etats. L'économiste le plus connu qui ait

[1] J. Bichot, *La monnaie et les systèmes financiers*, Ellipses, 1997.

soutenu ce mode d'organisation monétaire est Maurice Allais[2], le seul prix Nobel d'économie français, décédé en 2010. On parle à ce sujet de « monnaie 100 % ».

La monnaie 100 % constitue un modèle très instructif. Ce modèle met en évidence le principe de la contrainte budgétaire exercée grâce à la monnaie : pour se procurer des biens et services que l'on ne produit pas soi-même, il faut disposer d'une somme suffisante sur son compte, de façon à ce qu'il puisse être débité du prix de la marchandise achetée ; et pour que cette opération puisse se répéter, il faut que le compte soit crédité, ce qui peut se produire de trois façons : en vendant des biens ou des services (le travail salarié est le plus courant des services rétribués monétairement) ; en obtenant des dons, volontaires ou forcés (extorsion de fonds) ; ou en empruntant.

Obtenir des dons volontaires est le plus souvent difficile – les pauvres hères qui font la manche en savent quelque chose, il parait que leur collecte est en France de l'ordre de 15 € par jour. L'extorsion de fonds peut rapporter assez gros, notamment auprès de personnes âgées ou opprimées (par exemple les prostituées exploitées par un proxénète), mais les pouvoirs publics cherchent souvent à s'en réserver le monopole. Emprunter suppose de rembourser, ce à quoi l'on peut parvenir un certain temps en empruntant, comme l'a fait à grande échelle un Bernard Madoff, et comme le font des centaines de milliers de personnes surendettées – mais ça ne se termine généralement pas très bien. Reste donc à produire pour vendre soi-même le produit de son travail, ou à travailler comme salarié.

Grâce à cette discipline que nous impose la contrainte budgétaire, et malgré les deux échappatoires que constituent l'extorsion de fonds et le comportement Madoff, nous pouvons disposer d'une économie d'échange à peu près viable. Mais si elle restait trop stricte, implacable, la contrainte budgétaire briderait la croissance : son assouplissement est indispensable. Tel est le rôle de la finance.

## La finance, assouplisseur de la contrainte budgétaire

Le calendrier de nos dépenses ne coïncide pas nécessairement avec celui de nos recettes. Limitons-nous au cas d'une entreprise et à celui d'un ménage qui acquiert son logement : l'investissement requiert des sommes qui dépassent largement les recettes du moment. L'entreprise et le ménage doivent : soit avoir antérieurement épargné, en dépensant une partie seulement de leurs gains ; soit emprunter, ce qui leur permet de payer leurs fournisseurs sous condition de rembourser ensuite le prêteur ; soit, pour l'entreprise, réaliser une augmentation de capital social, ce qui suppose que l'on prévoit suite à l'investissement une augmentation de ses bénéfices et de ses dividendes.

La finance est fondamentalement constituée par ces opérations de prêt, d'épargne, et d'apports de fonds propres. Elles permettent d'assouplir considérablement la contrainte

[2] Par exemple dans son ouvrage *La crise mondiale d'aujourd'hui. Pour de profondes réformes des institutions financières et monétaires*. Ed. Clément Juglar, 1999.

budgétaire ; le problème est d'instaurer un contrôle social et légal suffisamment efficace pour que les emprunts et les émissions d'actions ne deviennent pas un moyen de duper les épargnants, c'est-à-dire un instrument de prédation.

La monnaie 100 % est préconisée dans ce but. Sa mise en œuvre provoquerait une séparation radicale du monétaire et du financier, puisque la monnaie n'aurait aucune contrepartie, et ne serait pas une créance. Mais nous sommes dans un monde où la monnaie qui existe est une monnaie de crédit, née de l'activité financière. Peut-être dans quelques siècles existera-t-il une autorité mondiale capable d'instaurer la monnaie 100 %, c'est-à-dire une monnaie qui ne doive rien au crédit, mais depuis plusieurs millénaires c'est la monnaie de crédit qui permet, en sus de la monnaie-bien, ou quasiment seule, de faire fonctionner la contrainte budgétaire, indispensable à une humanité composée d'hommes dont beaucoup aimeraient assez consommer un maximum tout en laissant à d'autres le soin de réaliser la production (comportement de « passager clandestin »). Le monétaire et le financier sont intrinsèquement liés ; il est plus réaliste de chercher à faire fonctionner correctement ce système monétaire-et-financier que de préconiser une opération séparant ces deux frères siamois : nos équipes de chirurgiens ne sont pas assez qualifiées pour se lancer dans une entreprise d'une telle envergure ; les risques encourus seraient énormes.

## La monnaie-dette

La monnaie contemporaine prend la forme de créances sur les banques. La naissance de ces créances, c'est-à-dire la création monétaire, résulte des prêts accordés par les banques ou des achats de titres qu'elles réalisent. En schématisant, certains agents peuvent acheter des biens et des services sans être préalablement créanciers : il suffit qu'une banque leur consente un crédit. Dans le cas le plus simple, que l'on rencontre surtout dans les pays anglo-saxons, la banque crédite le compte courant de l'emprunteur du montant dont elle débite son compte de prêt. Dans le cas du tirage à découvert, très utilisé dès le moyen âge, le même compte peut être créditeur ou débiteur : une convention passée entre la banque et son client précise jusqu'à quel point il peut être débiteur, et tant qu'un paiement ne rend pas le compte débiteur au-delà du découvert autorisé, la banque exécute l'ordre de paiement de son client. Une troisième technique existe, souvent utilisée pour les prêts immobiliers : la banque paye elle-même le vendeur, et inscrit le montant de la vente sur le compte de prêt de son client. Quant au quatrième cas, il est devenu très fréquent : l'emprunteur, Etat ou grande entreprise, émet des reconnaissances de dette négociables (obligations, bons à moyen ou court terme, *commercial paper*) qui sont achetées, en tout ou en partie, par des banques.

Dans tous les cas, il y a création de monnaie *ex nihilo*. Une banque ne possède pas de monnaie : la masse monétaire est par définition composée des créances à vue que les agents non financiers détiennent sur les banques. Elle ne peut donc prêter qu'en créant de la monnaie. Celle-ci est une dette bancaire. Et chacun non seulement accepte d'être créancier

d'une banque, mais encore recherche le moyen de l'être davantage, que ce soit en travaillant ou en jouant au Loto.

Cela explique que les banques puissent créer de la monnaie : la personne qui reçoit un paiement n'a aucune raison de le refuser s'il provient d'une création de monnaie *ex nihilo*, c'est-à-dire d'un crédit bancaire consenti à l'organisme ou à l'être humain qui la paie. Les fournisseurs et salariés d'une entreprise, par exemple, n'ont aucune raison de se méfier des paiements qu'ils en reçoivent : que la monnaie ait été préalablement gagnée ou qu'elle ait été créée à l'occasion d'un emprunt, elle a exactement les mêmes propriétés pour celui à qui elle est remise en paiement. En revanche, la banque qui fait crédit prend une responsabilité qui peut lui coûter cher : si l'emprunteur est défaillant, c'est à elle d'assumer la perte.

Les banques ont donc un rôle économique d'une extrême importance :

- prêter suffisamment, sinon l'économie se retrouve en situation de faim monétaire, comme à la fin du XIVème siècle en Europe, et tout le monde en pâtit ;
- mais ne pas prêter exagérément, c'est-à-dire à des agents qui utilisent des biens et services sans produire et vendre l'équivalent. Les Banques ont une mission de service public : éviter que des agents peu scrupuleux se servent de la création monétaire pour vivre en parasites.

## La surveillance mutuelle

La contrainte budgétaire repose donc sur une discipline que les banques sont particulièrement en charge d'imposer. Certes, elles ne sont pas les seules : les entreprises, dans la mesure où elles fournissent d'autres entreprises un certain temps avant d'être payées par elles, ont-elles aussi à exercer une surveillance les unes sur les autres, à s'assurer que leurs clients sont solvables. Et il est bon que les entreprises aient cette responsabilité. En quelque sorte, il en va de l'économie comme d'une classe : c'est au maître qu'incombe la responsabilité principale de maintien de l'ordre, mais les choses vont beaucoup mieux si les élèves désireux de travailler semoncent ceux qui, par leur bavardage ou leur chahut, les en empêchent.

Nous sommes donc dans un système de surveillance des uns par les autres. On peut s'en attrister en disant que tout le monde devrait être beau et gentil, mais ce n'est pas le cas, et la confiance aveugle est une calamité au même titre que la défiance maladive.

A ce propos, il est utile de se référer à l'abbé Galiani, auteur au XVIIIème siècle d'un petit opuscule intitulé « *Della moneta* ». Il se demande pourquoi nous ne pouvons pas faire fonctionner l'économie tout simplement en faisant confiance aux autres pour nous faire du bien comme nous en leur faisons. Et il explique que la plupart des gens ont besoin d'être quelque peu tenus en laisse. Dans un passage amusant il se demande si la pure confiance, sans aucun contrôle, sans aucune sanction, ne pourrait pas marcher dans un couvent – et il conclut que, même dans une communauté d'hommes et de femmes voués à l'amour de

Dieu et de leurs frères, la nature humaine étant ce qu'elle est, le péché originel étant passé par là, ça ne marcherait pas non plus.

L'écriture sainte nous dit d'ailleurs à peu près la même chose. Le Seigneur envoie à son peuple et à ses chefs des prophètes pour leur faire des remontrances, « avertir le méchant d'abandonner sa conduite », comme il est dit au chapitre 33 d'Ezéchiel ; et dans l'Exode, par exemple au chapitre 32, celui du Veau d'or, le Seigneur dit à Moshé : « Je vois bien que ce peuple a la nuque raide. »

La suite de ce chapitre est très instructive. Moshé reproche à Aaron d'avoir accédé à la demande populaire d'une idole semblable à celles des autres peuples. Aaron s'excuse en disant « Tu sais toi-même combien ce peuple est enclin à mal faire » - mais justement, Moshé lui avait confié la responsabilité de veiller au grain en son absence : le peuple avait besoin d'un surveillant qui le maintienne dans le droit chemin. Pour finir, Moshé prend, si j'ose dire, le taureau par les cornes : il réunit les fidèles du vrai Dieu, les fils de Lévi, et les envoie dans le camp tuer « qui son frère, qui son ami, et qui son proche. » L'absence de surveillance suffisante exercée au bon moment débouche sur une remise en ordre sanglante. C'est exactement ce que l'on constate lors des crises provoquées par le laxisme des autorités chargées de réglementer et surveiller les opérations financières.

A ce propos, l'histoire du veau d'or nous fait un clin d'œil : tout est dit dans cet épisode sur la façon dont survient une crise financière ; elle résulte de la permissivité de ceux dont la mission est de surveiller les agissements de personnes dont on sait bien qu'elles se comportent mal dès qu'on ne les tient pas à l'œil. L'Exode, et toute la Bible, le nouveau testament comme l'ancien, nous montre l'étendue du péché originel et des « structures de péché »[3], comme disait Jean-Paul II. Nous vivons dans ce monde où, hélas, le mal est aussi répandu que le bien. Et ce n'est pas pour rien si Jésus dit, comme il est rapporté au chapitre 18 de l'Evangile de Matthieu, « Si ton frère a commis une faute, va lui parler seul à seul et montre lui sa faute. S'il t'écoute, tu auras gagné ton frère. S'il ne t'écoute pas, prends encore avec toi une ou deux personnes afin que toute l'affaire soit réglée sur la parole de deux ou trois témoins. » Cette péricope reprend d'ailleurs un passage très remarquable du Lévitique chapitre 19 où la prescription « tu dois réprimander ton compatriote » est encadrée par deux appels à l'amour : « tu n'auras pas de haine pour ton frère » et un peu plus loin le second commandement, que Jésus a dit semblable au premier « Tu aimeras ton prochain comme toi-même ». Le tout ponctué du solennel « Je suis Yahvé. Vous garderez mes lois. »

## Le marché comme discipline

Ce devoir de correction fraternelle, qui exige une véritable attention à ce que fait autrui, est à mettre en parallèle avec ce qu'Adam Smith nous dit du marché dans sa parabole de la

[3] Pour une explicitation et une illustration de la notion de structure de péché, voir J. Bichot et D. Lensel, *Les autoroutes du mal*, Presses de la Renaissance, 2001.

main invisible. Tant de cuistres ont dénaturé ce concept de Smith pour mieux le vilipender qu'il convient de bien préciser les choses.

Adam Smith est autant un moraliste, auteur de la *Théorie des sentiments moraux*, qu'un économiste, mondialement connu par ses *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*. Ces deux ouvrages sont très complémentaires, et l'image de la main invisible apparaît dans l'un comme dans l'autre. Son premier ouvrage explore le lien social et particulièrement la sympathie. Dans un passage consacré à l'agriculture, il s'interroge sur les raisons pour lesquelles des progrès sont réalisés dans ce domaine. Il constate que ceux-ci viennent le plus souvent des riches, qu'il considère comme étant égoïstes, rapaces, et n'aspirant « qu'à leur propre commodité ». Les riches ne financent donc pas les innovations agricoles par philanthropie, mais dans leur intérêt personnel. Pourtant, les pauvres profitent eux aussi des améliorations ainsi réalisées. Les riches « sont conduits par une main invisible à accomplir presque la même distribution des nécessités de la vie que celle qui aurait eu lieu si la terre avait été divisée en portions égales entre tous ses habitants ; et ainsi, sans le vouloir, ils servent les intérêts de la société et donnent des moyens à la multiplication de l'espèce. »

Le passage du livre IV de la *Richesse des nations* est davantage connu. Cette fois, c'est tout individu qui « est conduit par une main invisible à remplir une fin qui n'entre nullement dans ses intentions » : en recherchant son propre intérêt, il travaille efficacement au bien général. Et cela grâce au fonctionnement des marchés : pour vendre un bon prix, chacun doit produire des biens ou services de bonne qualité et répondant aux besoins ou désirs d'autres personnes.

Autrement dit, le marché est une discipline qui amène des hommes égoïstes à faire néanmoins du bien à leurs semblables. Le problème est, comme chez Galiani (qui écrit quelques décennies plus tôt), que nous vivons dans une société dont les membres ne sont pas des anges. Et les éléments de solution fournis par chacun des deux économistes sont complémentaires : mesurer ce que l'on apporte et ce que l'on reçoit (à l'aide d'un instrument comptable, la monnaie) et s'appuyer sur le marché, méthode d'échange civilisé (par opposition à la prédation, notamment) pour fixer les prix, opération indispensable pour que joue la contrainte budgétaire.

On pourrait croire que ces considérations touchant aux fondements mêmes de l'analyse économique sont assez éloignées de la crise financière et de ses conséquences économiques. Il n'en est rien. Dans tous les cas, il s'agit de discipline amenant la plupart des acteurs à respecter des règles du jeu.

## La crise des retraites annonçait celle des finances classiques

Comme toujours, le poisson pourrit par la tête. Les Etats ont joué un rôle capital pour l'avènement de la tourmente dans laquelle nous nous débattons.

Les Etats disposent du monopole du prélèvement obligatoire. Ceux qui l'exercent sans leur autorisation expresse, c'est-à-dire concrètement sans constituer une sorte d'annexe de l'Etat (ce que sont les institutions constituant l'Etat providence) sont mis hors la loi. Mais le prélèvement obligatoire, fiscal ou social, n'est pas très appréciés des contribuables et cotisants. Que l'on ait affaire à une démocratie, à une oligarchie ou à une dictature, les dirigeants ont le sentiment qu'en pressurant trop les titulaires de revenus ils prennent des risques (revers électoral ou révolte). En revanche, ils conçoivent la dépense publique, surtout si elle possède un caractère « social », comme étant plutôt de nature à leur attirer les faveurs de la population. Ils essayent donc de prélever moins qu'ils ne dépensent, et de promettre au-delà de ce qu'eux et leurs successeurs pourront tenir.

En dehors des gigantesques endettements provoqués par les grandes guerres, qui furent généralement résorbés, souvent grâce à l'inflation, la première très grande escroquerie étatique fut celle des retraites par répartition. Une caricature représente Bernard Madoff interrogé par un journaliste, qui lui demande : « où avez-vous été chercher l'idée de votre système ? ». Et le célèbre escroc répond : « j'ai imité le système de retraites par répartition. » Cette caricature a été précédée par de nombreux travaux d'économistes américains comparant OASI, le système de retraites par répartition instauré dans leur pays par le *Social Security Act* de 1935, à un système Ponzi, du nom de l'escroc italien qui avait sévi au Canada et aux Etats-Unis au début du XX$^{ème}$ siècle. Ponzi, comme Madoff, empruntait en promettant de gros intérêts, qu'il payait rubis sur l'ongle, tout comme il honorait les demandes de remboursement, en trouvant des prêteurs supplémentaires en nombre croissant. Cet élargissement perpétuel de la base du système est la raison pour laquelle on parle souvent des « pyramides » de Ponzi ou de Madoff.

Les retraites par répartition n'ont pas vocation à être des pyramides de Madoff, mais les hommes politiques leur ont donné cette forme par ignorance et démagogie. Economiquement, la retraite par répartition est un échange entre générations successives, échange organisé dans un cadre national après l'avoir été jadis au niveau de chaque famille ou tribu. Dans tous les cas, les adultes élèvent des enfants, et ceux-ci les prennent en charge durant leur vieillesse, quand ils sont eux-mêmes devenus adultes et producteurs. Economiquement, les retraites par répartition sont donc préparées par la mise au monde et l'éducation des enfants, conformément à ce que j'appelle le théorème de Sauvy, qui écrivait : « Nos retraites ne sont pas préparées par nos cotisations, mais par nos enfants. »

Le droit positif des retraites s'est constitué en totale opposition à cette réalité économique. Pour faciliter le recouvrement des cotisations, les gouvernants ont en effet édicté des lois selon lesquels ceux qui auraient cotisé pour leurs aînés auraient droit à des pensions, *grosso modo* proportionnelles aux cotisations qu'ils auraient versées. Autrement dit, le remboursement de la dette des travailleurs à l'égard des personnes ayant contribué à leur entretien et à leur formation était transformé par un coup de baguette législative en un acte d'épargne fournissant des droits pour l'avenir. Ce mensonge législatif est le plus gros et le

plus délétère de tous les mensonges qui empoisonnent aujourd'hui notre économie. En effet, aux Etats-Unis, pays où les retraites par répartition sont modestes, la créance sur les générations montantes que sont les droits à pension représente deux fois le PIB annuel, et donc largement deux fois la dette de l'Etat fédéral. Dans l'Europe méditerranéenne, y compris la France, ces engagements de retraite par répartition se montent à 4 ou 5 PIB, de 3 à 6 fois plus que la dette publique classique, même dans un pays comme la Grèce.

Un système qui attribue des droits à pension au prorata des cotisations versées fait miroiter aux yeux des adhérents des pensions indépendantes de l'état de la démographie. Ainsi les *baby-boomers* français, nés entre 1945 et 1974, ont-ils été crédités de droits à pension plus élevés que ceux attribués à leurs parents, nés durant et entre les deux guerres mondiales, alors qu'ils avaient mis au monde 2 enfants par femme, contre presque 3 pour la génération de leurs parents. Si vous avez investi 2 millions et que vous prétendez recevoir un dividende supérieur à ceux qui ont investi 3 millions, il y a un problème. Ce problème est exactement celui auquel sont confrontés les systèmes de retraites par répartition, dans la plupart des pays développés. Sa solution est une série impressionnante de banqueroutes partielles, appelées réformes. Les réformes des retraites ne sont en effet rien d'autres que des réductions de droits à pension accordés de façon imprudente, c'est-à-dire sans rapport avec la réalité économique.

Ainsi la finance sociale s'est-elle déconnectée massivement de l'économie réelle avant que la finance classique ne suive le même chemin. Elle a été un précurseur. La finance Madoff est en quelque sorte la fille des retraites Ponzi. Le malheur est que la mère et la fille sont aujourd'hui toutes deux en pleine activité.

## Une crise de la discipline monétaire et financière

Le bacille du mensonge a toujours été présent dans la finance classique, et il est devenu plus virulent à divers moments de l'histoire, provoquant de sérieuses infections, dont la crise actuelle fait partie. Il ne faut pas la considérer comme un évènement totalement original ; il ne faut pas non plus sous-estimer sa gravité, liée notamment à la mondialisation, qui en fait une infection non pas localisée, mais planétaire.

Je serai bref sur les manifestations techniques de cette crise, indiquant juste le minimum requis pour mesurer l'importance de la déconnexion qui s'est produite entre la finance et la réalité.

Partons du phénomène emblématique, les prêts immobiliers dits « *subprime* » consentis à des ménages à faibles revenus. Ils ont constitué une entorse caractérisée à la contrainte budgétaire dont les banques ont en partie la charge. Une banque est censée ne prêter qu'à des agents présentant une forte probabilité de remboursement. Or, en l'espèce, elles ont prêté à des ménages manifestement incapables de payer des échéances en rapport avec le montant de leur emprunt et un taux d'intérêt raisonnable. Ces agents étaient peu rompus à

l'exercice délicat qui consiste à se projeter dans l'avenir, et dans un avenir plus difficile que le présent. Au lieu de les aider à prendre conscience des réalités à venir, les banques (ou les courtiers qui leur servaient d'intermédiaires pour cette sale besogne) leur ont fait croire ou laissé croire qu'ils pourraient payer, en leur accordant des différés d'amortissement et des taux d'intérêt initiaux particulièrement attractifs.

Les clauses prévoyant une augmentation de ces taux dans telle ou telle circonstance étaient en bonne place dans les contrats, mais les « commerciaux » chargés de « vendre » des crédits comme on vend des marchandises se sont probablement montrés discrets à leur sujet. En revanche, ils n'ont pas manqué de faire valoir que la hausse des prix de l'immobilier rendrait facile la revente du bien avant l'échéance finale à un prix dépassant nettement le remboursement du solde du prêt, sans attirer l'attention des clients sur le fait que les prix ne montent pas jusqu'au ciel.

On se trouve donc dans un cas de figure où la mission du banquier – surveiller la solvabilité de ses emprunteurs – a été largement mise de côté. Beaucoup de banques ont agi comme des marchands ordinaires, peu scrupuleux de surcroît : on est à la limite de la tromperie sur la marchandise, voir même au-delà.

La raison pour laquelle les choses ont pu se passer ainsi est la titrisation des créances douteuses constituées par ces prêts immobiliers. Tout a été dit sur l'opacité introduite par le processus de titrisation, et la possibilité ainsi offerte aux prêteurs initiaux de « refiler le mistigri » à d'autres, sans que ces autres institutions financières soient pleinement conscientes du risque encouru. La mansuétude des agences de notations, en la matière, est autrement coupable que ne l'est – si tant est qu'elle le soit – la dégradation de la note de certains Etats. Car on ne saurait reprocher à un veilleur de sonner l'alerte quand il perçoit un danger, même si cela dérange ceux qui adoptent la politique du « circulez, il n'y a rien à voir » ; tandis que le veilleur est dans son tort s'il ne détecte pas l'ennemi qui avance sous un camouflage : on le paye justement pour discerner ce qui se cache sous les déguisements.

Remontons encore l'échelle des causalités. Les investisseurs institutionnels qui ont engrangé des titres composites comportant une part de créances douteuses, comme ils ont engrangé des emprunts d'Etat grecs, portugais ou italiens, savaient bien que le taux d'intérêt obtenu, supérieur par exemple à celui d'une obligation du Trésor allemand ou américain, était la contrepartie d'un risque. Mais ils avaient la possibilité d'occulter ce fait, ou du moins de le rendre difficilement visible par leurs clients épargnants. De la SICAV monétaire dite « dynamique » à l'assurance vie en euros proposant un taux attractif, le rendement un peu supérieur à la moyenne attaché à certains produits d'épargne fut présenté comme le résultat d'une forte compétence des équipes gestionnaires, alors qu'il s'agissait du prix du risque. L'opacité des produits et la mauvaise qualité de leur présentation permettent d'abuser facilement des épargnants perdus dans un domaine rendu artificiellement complexe.

Petite remarque au passage : beaucoup de commentateurs dénoncent le fait que les agences de notation soient payées par les organismes dont elles examinent la solvabilité ; mais on ne s'étonne guère de voir les banques et les assurances rédiger elles-mêmes les notices présentant leurs SICAV, fonds communs de placement, contrats d'assurance vie, et autres produits financiers proposés à la clientèle. Comme si la comptabilité produite par un salarié de l'entreprise était *a priori* plus véridique que les comptes établis par un expert-comptable et vérifiés par un commissaire aux comptes recevant des honoraires pour prix de leurs diligences …

## La Finance casino

On pourrait gloser longuement sur la multiplication des produits dérivés (« futures », c'est-à-dire ventes et achats à terme, options et swaps) et plus particulièrement sur l'usage qui en est fait à des fins spéculatives. Il est clair, par exemple, que vendre à terme des titres que l'on ne possède pas ou des matières premières que l'on ne fabrique pas, ou encore acheter des couvertures en cas de faillite pour des titres que l'on ne possède pas, n'apporte globalement rien au fonctionnement de l'économie. Mais il est plus important, dans le cadre d'un bref exposé, de remonter plus en amont, c'est-à-dire jusqu'à l'objectif de l'épargne et des placements.

Ce qui est utile à la production de biens et de services et aux échanges, c'est de pouvoir disposer d'instruments de production adéquats, de capital réel. Ces biens capitaux doivent être financés, et il est sain que ceux qui les financent perçoivent un revenu correspondant au service productif qu'ils rendent ce faisant. Autrement dit, tout placement doit correspondre au financement d'un investissement, éventuellement dans un sens assez large du terme. La monnaie elle-même, qui est composée de créances, constitue une forme de placement, la plus liquide qui soit ; elle doit avoir comme contrepartie quelque chose qui sert à la production, comme par exemple des biens en cours de fabrication, ou des services déjà rendus mais dont le paiement n'a pas encore eu lieu.

Globalement (au niveau « macro », dit-on en jargon) tout revenu vient de la production. Mais au niveau d'un agent particulier, comme il a été dit plus haut, on peut obtenir un revenu en le prélevant sur autrui. Et cette activité peut être plus rentable, pour celui qui l'exerce, que la production. Or la finance se prête assez bien à l'organisation d'activités prédatrices, souvent parfaitement légales.

Prenons l'exemple le plus simple, la gestion d'un portefeuille boursier. Ce dont l'économie a besoin, c'est d'actionnaires fidèles mais vigilants, connaissant bien la société dont ils sont partiellement propriétaires, et capables de ce fait de réagir si de mauvaises orientations sont prises par la direction. Fort bien, mais les gestionnaires d'un fonds de placement en actions se sentent engagés vis-à-vis de leurs clients à dégager des résultats les plus élevés possible. Ils sont donc poussés à « boursicoter », c'est-à-dire à vendre les titres dont ils pensent qu'ils pourraient baisser, pour les racheter éventuellement plus tard, et acheter les titres dont ils

pensent qu'ils pourraient monter à relativement bref délai, pour les revendre sans tarder après la hausse. Une lutte s'engage entre gestionnaires, et à travers eux entre épargnants : chacun espère tirer profit de son aptitude à mieux prévoir les mouvements de prix à court terme, il espère (sans l'expliciter) que cela lui permettra de gagner de l'argent sur le dos des épargnants ayant confié leur argent à de moins bons gestionnaires.

Ce choix d'une gestion prédatrice débouche sur d'importantes dépenses inutiles – l'équivalent économique du gaspillage de l'énergie mécanique en frottements dans une machine mal conçue ou mal lubrifiée. Surtout, elle dissuade les épargnants qui seraient volontiers des porteurs fidèles de « valeurs de pères de famille », livrant le champ boursier aux transactions inutiles et désordonnées de professionnels des paris sur valeurs mobilières – paris qui pourront évidemment prendre aussi la forme de ventes à découvert et d'achats ou de ventes d'options. Il serait intéressant de voir quelle proportion du bénéfice des sociétés est ainsi gaspillée dans des travaux inutiles mais souvent bien rémunérés.

A propos de rémunération des acteurs de la finance casino, chacun a évidemment en tête celle de certains traders. Mais le pire est à mon avis le dévoiement d'ingénieurs sortis d'écoles prestigieuses, dont on pourrait espérer qu'ils travailleraient à inventer les énergies du futur ou à faire des études d'impact et de faisabilité en vue de réformes structurelles de la sécurité sociale, et qui utilisent leur maîtrise de l'outil mathématique et informatique à construire des modèles d'intervention automatique sur les marchés destinés à enrichir temporairement leurs employeurs (et eux-mêmes) sur le dos de particuliers et d'institutions ayant un léger retard.

L'exemple le plus énorme de finance prédatrice n'est pas relatif à l'activité boursière : c'est la revente des titres résultant de la titrisation des *subprimes* à Freddie Mac et Fannie Mae, les deux énormes sociétés américaines de refinancement hypothécaire fonctionnant avec la garantie de l'Etat fédéral. Plus de 100 milliards de dollars gagnés sur ces sociétés, et finalement sur le contribuable américain, cela fait du bruit, et des procès. Mais la prédation est également au cœur du fonctionnement du marché des changes et des marchés de produits dérivés, y compris lorsqu'il existe un organe de compensation, et plus encore lorsqu'il s'agit d'opérations de gré à gré.

Cela ne signifie pas que ces marchés ne rendent aucun service réel ! Sans marché des changes, notamment, l'économie mondiale ne pourrait pas fonctionner. Mais le seigneuriage auquel les princes se livraient jadis a été remplacé par une autre forme de captation de richesse, qui augmente considérablement les frais liés au commerce international et à la division internationale du travail. Un bon système monétaire mondial – résultant éventuellement d'un nouveau Breton Woods – permettrait à l'économie de se passer d'une part importante des services qui s'accompagnent aujourd'hui de prélèvements privés considérables. Ce serait à coup sûr beaucoup plus favorable au bien commun que la création d'une taxe sur les opérations financières internationales que voudraient introduire

certains chefs d'Etat, probablement plus désireux de faire participer leurs Trésors publics à la curée que de moraliser les marchés.

De plus, les coûts d'intermédiation, c'est-à-dire de fonctionnement des institutions financières qui s'interposent entre financeurs ultimes et financés ultimes, sont devenus prohibitifs. Le système financier oblige en quelque sorte ses utilisateurs à lui acheter une multitude de services aussi dispendieux qu'inutiles. C'est un secteur où les gains de productivité pourraient être gigantesques s'il fabriquait et vendait ni plus ni moins que ce dont les agents économiques honnêtes (ceux qui ne sont pas prédateurs) ont besoin.

## Conclusion : regarder la réalité en face, faire la vérité

On a beaucoup reproché aux universitaires de vivre dans une tour d'ivoire. Aujourd'hui, ce sont les financiers qui sont cloîtrés de cette façon, maintenus à l'écart du monde réel. Manier des millions ou des milliards est un jeu abstrait qui est en partie nécessaire, mais qui a été artificiellement amplifié au détriment du bien commun.

Comment en sortir ? Il n'est possible ici de donner que des indications extrêmement succinctes. Elles ont toutes un socle commun : il s'agit de regarder la réalité en face, et donc de supprimer tout ce qui est destiné à voiler cette réalité. Nous les déclinerons à propos de cinq exemples.

Premier exemple, la Grèce (et plus généralement les Etats surendettés). Nos dirigeants tournent autour du pot, et pendant ce temps le Trésor grec emprunte sur deux ans, en euros, à un taux de 50 % ! La vérité est que la Grèce est insolvable. Il faut donc choisir : ou bien les européens payent à sa place, ou bien elle décide une banqueroute partielle de grande ampleur (par exemple 50 %). La seconde solution est préférable, car il faut rappeler les prêteurs à leur devoir de surveillance des débiteurs, donc les laisser supporter les pertes. Cette banqueroute partielle doit naturellement s'accompagner d'une sortie de la zone euro, dans laquelle la Grèce s'est embarquée en mentant, et qui s'est révélée être un piège, car l'économie grecque, largement basée sur le tourisme, est en concurrence avec la Turquie, et a besoin *ipso facto* d'une unité monétaire qui ne soit pas plus forte que la livre turque.

Deuxième exemple, la détention directe de valeurs mobilières. Elle s'est réduite comme peau de chagrin, au profit d'une détention intermédiée par des fonds divers et variés qui dépendent de banques ou d'organismes d'assurance. Si l'on veut restaurer l'*affectio societatis*, et la stabilité de l'actionnariat qui va de pair avec elle, nous devons nous débarrasser de ces écrans qui transforment actions et obligations en une sorte de pâte à papier dont les utilisateurs ne connaissent pas la composition. Une société, un Etat (comme émetteur d'obligations) ne sont pas des composants d'un portefeuille à gérer dans le seul but de réaliser des performances honorables ; ce sont des êtres réels sur lesquels on peut miser en prenant un risque, parce que nous avons pour eux une estime fondée sur un examen attentif et régulièrement renouvelé, ou un projet de redressement, etc.

Troisième exemple, les dérivés. Ils ont joué un rôle considérable dans la transformation de la finance en une sorte de casino, mais ils sont utiles lorsqu'il est possible de réaliser grâce à eux une production nette de sécurité. Par exemple, des importateurs et des exportateurs appartenant à la zone euro sont exposés aux variations du taux de change euro/dollar : ils réduisent les uns et les autres leur risque de change si les importateurs achètent des dollars à terme et si les exportateurs en vendent. Les banques jouent utilement un rôle d'intermédiaire sur ce marché dont les véritables acteurs sont les entreprises. Il faut simplement éviter que d'autres acteurs viennent troubler le fonctionnement de ce marché en y venant avec des intentions spéculatives au sens commun du terme, c'est-à-dire essayer de gagner de l'argent sans rien fabriquer qui soit réel, et sans rien acheter dans le but de le conserver. Concrètement, l'accès aux instruments dérivés doit être limité aux acteurs qui s'en servent pour couvrir des risques de marché liés à des opérations réelles : c'est entre eux, sans apport extérieur net, qu'il est intéressant de faire fonctionner des marchés de couverture des risques. Des instruments comme les *Credit Default Swaps* (CDS) devraient être purement et simplement interdits : la couverture du risque d'insolvabilité du débiteur occupe beaucoup de monde pour des résultats macroéconomiques négatifs, notamment parce que cette couverture diminue la surveillance exercée par les prêteurs et conduit à des contorsions indignes de la part des pouvoirs publics, qui cherchent à réaliser une opération ayant les principaux effets d'une banqueroute partielle sans pour autant réaliser les conditions qui déclenchent l'indemnisation des créanciers. C'est ainsi que le droit positif se déconnecte de la réalité comme du droit naturel, au détriment du bien commun.

Quatrième exemple, la titrisation. Elle est admissible si elle s'inspire du réescompte des effets de commerce, simple garantie d'un prêt d'une banque à une autre, le risque d'impayé restant à la charge du premier prêteur. En revanche, si elle débouche sur un transfert de risque plus ou moins dissimulé par le méli-mélo des prêts et la difficulté à se repérer dans ce capharnaüm, l'interdiction pure et simple est la solution.

Cinquième exemple, les emprunts dit structurés. On constate, à propos de l'utilisation de cette technique pour des prêts aux collectivités locales, qu'il s'agit d'un instrument de corruption : la banque permet aux responsables politiques locaux de lancer des travaux en trompant les membres de leurs conseils et les électeurs sur le coût réel du crédit nécessaire, et se fait remercier par l'acceptation de conditions léonines. L'interdiction s'impose.

De manière générale, il s'agit de réformer la finance pour en faire un ensemble de vrais marchés, aussi transparents que possible. La parole de Jésus, « que votre 'oui' soit 'oui', que votre 'non' soit 'non' », est la devise qui convient aux marchés dignes de ce nom. Moraliser la finance ne consiste pas à sortir de l'économie de marchés, mais à s'orienter vers des marchés qui soient aussi « purs et parfaits » que possible, notamment en termes de qualité de l'information. Vouloir continuer à négocier des contrats obscurs n'est pas se montrer l'ami de l'économie de marchés, mais son fossoyeur.