

# NÉCESSITÉ ET INSUFFISANCE DE LA RÉFORME FINANCIÈRE

CHARLES-HENRI FILIPPI\*

**C**et article défend l'idée que les excès de l'idéologie de marché financier, s'ils sont la cause directe de nos difficultés, ont aussi été la « drogue douce » qui a permis de négliger ou de différer, pendant un temps désormais achevé, les conséquences des grands basculements de tous ordres que provoque inévitablement la globalisation.

En ce sens, le vrai défi est de maîtriser le monde nouveau bien au-delà de sa sphère financière, même si celle-ci doit contribuer, pour sa part, à rendre la globalisation économiquement viable, comme humainement et écologiquement acceptable.

## LA MONNAIE PRIVATISÉE

L'idéologie de marché financier est construite sur une erreur majeure de

l'architecture du système financier occidental, tel qu'il a été reconfiguré avec détermination, à partir du début des années 1980, sous l'influence du « Wall Street/Treasury Complex ».

Cette erreur fatale tient en résumé à la croyance que, aussi bien que la liberté des échanges de biens et de services sur un marché ouvert, la liberté des mouvements de capitaux sur un marché dérégulé est, par essence, un facteur de prospérité.

Face à cette conviction, les effets négatifs des crises successives favorisées par la mobilité des capitaux ont été jugés plus que largement compensés par les effets structurels positifs de cette même mobilité.

Or la crise a démontré avec fracas que cette assimilation des marchés de capitaux aux marchés des biens et des services, superficiellement séduisante, était tout simplement un contresens.

---

\* Président, Alfina ; auteur de *L'argent sans maître* (éditions Descartes).

La théorie économique et l'expérience historique ont démontré à quel point la division du travail et la reconnaissance des avantages comparatifs avaient été créatrices de valeur, le libre commerce conduisant à structurer l'économie de production de manière toujours plus efficace dans un modèle gagnant pour toutes les parties à l'échange.

L'économie financière a, pour sa part, deux dimensions radicalement distinctes :

- d'abord celle de la juste allocation du capital aux activités rentables, qui relève d'une rationalité similaire à celle des marchés de biens et de services et qui paraît indiscutablement justifier la liberté des mouvements financiers ;
- ensuite, celle de la définition de la quantité de capital à allouer, qui est tout simplement celle de la création monétaire au sens large, dimension majeure, qui précède celle de l'allocation du capital ; dans un univers où le signe d'argent échappe - contrairement aux biens et aux services - à toute limite physique, cette dimension relève immanquablement d'une logique de maîtrise institutionnelle et collective.

Or l'idéologie de marché financier, si elle a eu pour objet défendable d'optimiser l'allocation du capital, a eu pour effet collatéral et désastreux de privatiser la création monétaire et de donner, par dilution du système bancaire dans le marché financier, la possibilité à tous de créer de la dette et d'opérer librement la transformation des passifs courts en actifs longs, dans une sorte de *do it yourself* monétaire qui a abouti à désarmer le régulateur, avec la crise de confiance comme seul horizon et seule sanction.

Il s'agit là d'un retournement complet de la pensée économique et financière. Selon les théories quantitatives de la monnaie, la monnaie est un « voile » (Jean-Baptiste Say), la « grande roue de la circulation » (Adam Smith), qui par nature et par nécessité ne doit être qu'un facilitateur du développement de l'économie réelle. Tout excès monétaire ne peut produire qu'inflation et déséquilibre au détriment des activités productives. Or ce sont précisément les héritiers du monétarisme qui se sont trouvés être les chantres de la liberté des marchés, acceptant ainsi - contre toute attente théorique - de voir l'économie globale stimulée par l'excès monétaire et le déséquilibre. C'est d'ailleurs probablement parce que l'école monétariste est au bout du compte devenue en quelque sorte libéralo-keynésienne, que le temple du contrôle monétaire a perdu ses gardiens.

## **LA PROSPÉRITÉ À PERTE DE VUE**

Le diagnostic paraît si net que l'on peut se demander pourquoi il n'a pas été dressé plus tôt, en temps utile pour éviter une issue si grave.

Le fait est que l'idéologie de marché financier s'est déployée dans un contexte historique particulier qui lui a assuré un tel succès initial que ses lourdes implications à terme en ont été perdues de vue.

Nous venons en effet de vivre un quart de siècle d'abondance inédite des facteurs de production, nourrie par l'irruption massive de nouvelles forces

de travail dans l'économie de marché ouverte et par une révolution des technologies de l'information qui a tout à la fois permis une extension considérable des désirs de consommation et provoqué une explosion inattendue du potentiel de productivité dans le secteur des services.

L'idéologie de marché financier est idéalement venue compléter par la disponibilité massive de moyens de financement bon marché cette conjonction improbable où capital, travail et innovation sont venus se soutenir mutuellement pour assurer une perspective de prospérité forte, continue et non inflationniste.

Et le phénomène historique particulier est bien là : celui de déséquilibres financiers majeurs favorisés par la dérégulation, mais qui, dans un contexte d'abondance de facteurs de production peu chers, n'a pas produit les alertes habituelles et a différé les difficultés, quitte à les amplifier.

Ces déséquilibres connus et mesurables, au lieu de menacer, ont contribué à la prospérité ; ils ont donc été soit ignorés, soit théorisés comme soutenables dans le nouveau paradigme économique.

Cette acceptation du déséquilibre majeur est le produit d'un *hubris* généralisé :

- celui du banquier et du financier qui en ont tiré le profit le plus visible ;
- celui du politique qui a voulu surfer sur cette vague de prospérité qui n'exigeait de lui que passivité, tant son inaction paraissait créatrice de valeur ;
- celui du régulateur qui a cru participer à cette grande construction du marché résolument liquide établi comme nouvel état de nature ;

- celui enfin du peuple ordinaire, l'épargnant occidental mis en appétit par les rentabilités à deux chiffres, comme les travailleurs émergents franchissant en nombre, à la hausse, le seuil de pauvreté.

Difficile d'identifier, parmi tous ces *stakeholders*, le coupable originaire : c'est aujourd'hui, dans l'opinion commune, le financier cupide. Mais, sauf à dire que les gouvernements ne gouvernent plus rien depuis longtemps, on pourrait aussi bien affirmer, comme Raghuram G. Rajan, ancien chef économiste du Fonds monétaire international (FMI), que l'opportunisme politique est le responsable principal : « *American consumption is driven by politics that were framed in reaction to growing public perceptions of inequality and insecurity, and these politics have contributed to financial sector excess.* » (Rajan, 2010).

## LES INÉGALITÉS MASQUÉES

La dimension la plus imposante de la dérive est bien là : le système financier dérégulé, pour avoir essentiellement été l'instrument facilitateur des déséquilibres majeurs qui ont permis de différer les conséquences sociales de la globalisation économique, n'aura su *in fine* que masquer en l'aggravant la montée fantastique des inégalités que l'opinion perçoit aujourd'hui comme inacceptable.

Cette montée des inégalités est le résultat d'un effet massif de ciseaux.

D'un côté, la déflation des coûts de main-d'œuvre permise par la globalisation a exercé depuis un

quart de siècle un effet continu de plafonnement des revenus des classes moyennes occidentales. C'est aux États-Unis que cet effet est le plus visible : depuis 1973, le revenu net moyen réel des 90 % des Américains n'appartenant pas au décile le plus riche de la population n'a augmenté que de 10 % ; dans le même temps, le revenu des Américains du premier centile a été multiplié par 3, celui des directeurs généraux de sociétés par 10 ; dans le dernier cycle de croissance et d'explosion financière, de janvier 2002 à décembre 2007, le revenu moyen des ménages américains a baissé de 2 000 dollars en valeur réelle (Luce, 2010). Sans un recours massif à la dette personnelle pour acquérir un logement et, plus encore, pour l'hypothéquer dans le but de consommer, la globalisation aurait été, au vu des États-Unis, considérée comme politiquement et socialement insupportable.

De l'autre côté, la classe la plus favorisée de la société, celle formée par ceux que Robert Reich (ancien secrétaire au travail de Bill Clinton) a appelé les « manipulateurs de symboles », s'est logiquement considérablement enrichie de ce même phénomène de globalisation. Du fait de son éducation, de ses connexions et de sa mobilité internationale, cette élite s'est montrée capable de traiter l'information devenue gratuite, de solliciter l'argent devenu abondant et de capter à son profit la *shareholder value* devenue l'instrument de référence de l'efficacité et de la prospérité.

Dans un tel contexte, où la maîtrise de la complexité, la capacité à l'abstraction et la connectivité globale sont

devenues tellement plus importantes que la seule énergie au travail et l'instinct entrepreneurial, les phénomènes de reproduction et de fragmentation sociales se sont aggravés ; notre idée de l'égalité des chances comme la force du rêve américain sont, des deux côtés de l'Atlantique, remises en question. Le consensus collectif s'étiole inévitablement.

Le modèle fait deux gagnants et une grande victime : il assure le progrès des peuples exportateurs émergents, accélère l'enrichissement du premier centile de l'humanité et fait semblant de permettre le maintien, pour sa part intenable sur la durée, du train de vie de la classe moyenne occidentale.

La globalisation a ainsi pu s'épanouir un temps dans une harmonie rendue possible par la facilité financière. Ce faux sentiment d'une globalisation sans peine a été exprimé avec foi dans la déclaration du millénaire produite en 2000 par la communauté internationale s'engageant à l'unisson à « faire en sorte que la mondialisation devienne une force positive pour l'humanité tout entière »<sup>1</sup>.

Dans cette atmosphère assez euphorique, la globalisation a également complètement ignoré la perspective de la rareté des ressources naturelles et la finitude du monde avant de s'y heurter de plein fouet en 2007-2008 au moment même où explosait la bulle financière : l'année qui s'achève par la chute de Lehman Brothers est aussi celle qui aura vu le prix du pétrole doubler (à partir d'une base déjà élevée) et celui du riz tripler.

La croissance économique des pays émergents, qui a pour objet même d'assurer les besoins vitaux de grandes

populations (nourriture, logement, transports...), est évidemment, à partir d'un point bas, beaucoup plus consommatrice de ressources rares que la croissance occidentale devenue à notre stade de développement assez largement immatérielle.

Il était inévitable que ces pays, une fois qu'ils auraient atteint une part significative de l'économie mondiale, nous confrontent à la question du partage de la planète : entre contenir la montée de l'empreinte écologique du citoyen émergent et réduire celle de l'occidental (qui restera néanmoins plus lourde), où est le compromis équitable ou gouvernable ?

## LE DÉSÉQUILIBRE GÉNÉRALISÉ

Il est important de mettre en regard tous les éléments du grand puzzle de la crise pour comprendre le carré vicieux dans lequel l'excès financier nous a mis et duquel il faut tenter de nous sortir : celui dont les quatre coins sont constitués par le déséquilibre, l'inégalité, la rareté et l'ingouvernabilité.

Ce carré risque d'être fatal car, faute d'un monde gouverné, c'est un défi incroyable de vouloir résoudre les déséquilibres tout en réduisant les inégalités et en s'adaptant à la rareté du monde.

Nous sommes désormais placés dans un faisceau de contradictions.

L'objet même de l'action d'urgence contre la crise entreprise en 2008 n'a pas été de réduire, mais bien de préserver les grands déséquilibres, car

leur résorption trop brutale aurait évidemment provoqué une récession insupportable. L'effet majeur de cette même action a été de déplacer ces déséquilibres vers la sphère publique fragilisant gravement les gouvernements occidentaux qui ont ainsi perdu face aux marchés leur statut de prêteurs en dernier ressort. Les prêteurs en dernier ressort sont désormais soit nos contribuables, soit la Chine, destinés tous deux à prendre une part plus active à notre destinée, pour le moins bon ou pour le pire : s'inclinera-t-on, faute de modèle de substitution, à pérenniser les déséquilibres avec le seul bénéfice d'une plus grande vigilance de la part de gouvernants désormais avertis, au risque toutefois de laisser se préparer une crise encore plus grande ? ou, pour éviter le pire, et notamment une dépendance financière inacceptable et insoutenable vis-à-vis de l'Asie chinoise, s'attaquera-t-on effectivement à une réduction sévère des déficits qui mettra lourdement à contribution les populations occidentales qui ressentiront une injustice d'autant plus lourde qu'elles auront d'abord été moralement choquées par l'iniquité du processus de sortie de crise ?

Ce qui a sans doute le plus frappé depuis 2008, c'est bien ce sentiment d'injustice dans la crise et qui est le résultat d'une série de facteurs :

- l'accumulation de richesses entre un petit nombre de mains a été telle avant la crise que celle-ci n'a pu qu'écorner les positions acquises ;
- l'intervention des gouvernements pour sauver la planète financière - et tout particulièrement le maintien durable de taux d'intérêt « primaires » voisins de zéro - a créé une occasion

fantastique de réenrichissement à tous les acteurs économiques - financiers en tout premier lieu - capables de s'interposer entre passifs gratuits et actifs rentables ;

- si, depuis 2008, l'Occident a chuté, le monde a continué de progresser. La croissance occidentale a été négative, mais celle du reste du monde s'est fondamentalement bien tenue ; tous ceux qui, à partir de nos pays, ont pu tirer parti de ce dynamisme préservé - ce ne sont pas à l'évidence les assignés à résidence des métiers d'exécution - n'ont pas connu les difficultés propres à nos territoires domestiques. Ainsi, la crise ne se contente-t-elle pas de révéler l'injustice de la globalisation : elle l'accroît, avec la perspective que la politique de redressement l'aggraverait plus encore.

La résorption du grand déséquilibre entre enfin en contradiction avec la finitude du monde : elle passe en bon sens par une augmentation du taux d'épargne en Occident et une accélération de la croissance de la consommation en Asie chinoise, que les États-Unis et l'Europe appellent officiellement de leurs vœux. Or ce déplacement de consommation (qui de fait a déjà démarré : l'année 2009, au cœur de la crise, a vu la production automobile chinoise croître de 40 % et dépasser celle des États-Unis) est à l'évidence facteur d'une accélération de la consommation de produits de base et du réchauffement climatique. Le rééquilibrage économique du monde paraît incompatible avec Copenhague, sauf mutations technologiques immédiates ou ascétisme occidental rigoureux, deux aspects tout aussi improbables.

La perspective du monde fini nous confronte donc à ce grand défi : comment éviter que le progrès des pays émergents, celui de l'humanité dans son ensemble, n'oblige le monde occidental à constater ses excès et à entrer dans une ère d'« abondance frugale » (selon la formule de Jean-Baptiste de Foucault) idéalement possible, mais probablement culturellement et socialement inacceptable.

En définitive, lutter contre la crise aura d'abord consisté à tenter de sauver les déséquilibres pour s'obliger ensuite à les résorber plus rigoureusement, au risque soit de casser le sentiment d'équité et le consensus social, soit de se heurter au mur de la rareté des ressources, ou même de buter à la fois sur ces deux impasses.

## UNE FINANCE UTILE

Dans cet immense paysage en chantier, la question de la régulation et de la réforme du système financier reste assez strictement instrumentale. Elle ne pourra dissimuler longtemps la nécessité d'un débat plus vaste sur les formes futures du vivre ensemble et les contours souhaitables d'un nouveau contrat social global.

Mais, au-delà même de sa restructuration autour d'une architecture plus solide capable d'éloigner le risque de crises systémiques, le système financier doit bien sûr être, dans son propre périmètre, un contributeur actif à la résorption des déséquilibres, à la réduction des inégalités et à la maîtrise du monde fini.

Les propositions de réformes sont

multiples et le champ des possibilités a sans doute été largement couvert. Contentons-nous donc d'affirmer quelques axes essentiels.

### **La limitation et le contrôle global de la liquidité et des déséquilibres**

La limitation et le contrôle global de la liquidité et des déséquilibres sont seuls aptes à contenir les grandes dérives dans un monde ouvert. Le système bancaire et financier constitue une immense machine à transformer une épargne qui souhaite rester disponible en investissements productifs inévitablement longs. Cet acte de transformation, historiquement cantonné à un système bancaire étroitement contrôlé, a été ouvert à tous par la fusion de la banque et de la finance et par la dérégulation des marchés. Il en est résulté une libération de la création d'instruments de financement qui, associée à une absence de politique de change ordonnée, a graduellement facilité l'accélération monétaire, la multiplication des dettes et des déséquilibres.

Pour répondre à cette dérive, on cherche beaucoup plus à imposer de nouvelles contraintes aux acteurs qu'à fixer des objectifs d'ensemble au système, en termes de limitation et de contrôle global de la liquidité nécessaire à l'économie et de déséquilibres *maxima* acceptables pour éviter les crises systémiques. En ce sens, c'est moins un G20 ou un FMI qu'il faut au monde qu'un G4 (dollar, renminbi, euro, yen) et un WFO (une organi-

sation mondiale de la finance) chargés de piloter des limites globales de déséquilibres et de liquidité compatibles avec un monde à la recherche d'une croissance stable : pour réussir, il serait certainement plus pénible, mais aussi beaucoup plus efficace, de chiffrer les objectifs à atteindre plutôt que de se contenter de règles dont le résultat attendu reste non seulement hautement incertain, mais tout simplement totalement indéfini.

### **La création de vrais marchés financiers utiles et équitables**

La crise est la sanction des faux marchés financiers qui n'avaient que l'apparence de la liquidité. On ne fait pas suffisamment observer que le seul marché dont la liquidité n'ait jamais été notablement perturbée pendant la crise financière est celui des actions, pourtant le plus risqué, mais aussi sans doute le plus régulé, le plus compensé et le plus transparent. C'est la montée de nouveaux instruments de dette, sophistiqués, peu visibles, faussement négociables et bénéficiant de règles de fonds propres incroyablement accommodantes, qui a, à l'évidence, transformé la difficulté en désastre.

La financiarisation de l'économie a ainsi conduit la mauvaise monnaie à chasser la bonne : le *trading* sur le marché secondaire des capitaux est devenu une activité plus rentable que le financement primaire de l'économie ; il s'est affiché comme socialement justifiable car destiné à assurer le fonctionnement fluide des marchés, jusqu'au moment où la crise a démon-

tré une totale absence de corrélation (ou même une réelle corrélation négative) entre spéculation et liquidité.

L'action déterminée des gouvernements et des régulateurs pour favoriser l'émergence de grands marchés et d'instruments financiers liquides, profonds et transparents est essentielle à la capacité de résistance du système, comme il est essentiel de sanctionner l'absence de transparence et de liquidité par des exigences de fonds propres suffisamment dissuasives.

Ce faisant, l'intermédiation financière deviendra plus équitable : ses marges en seront réduites et sa valeur ajoutée au profit des activités économiques en sera accrue.

### **La préparation de l'avenir**

Élargir la capacité de la planète à offrir une perspective de progrès à l'humanité tout entière, sans l'obliger à entrer en conflit avec le monde occidental qui s'en était largement réservé le bénéfice, tel est le défi majeur auquel nous sommes maintenant complètement et concrètement confrontés.

Sous cet angle, les besoins d'investissements à long terme, dont beaucoup ne seront rentables que sur la durée, sont immenses.

Ils n'exigent pas simplement que la finance soit remise sous contrôle, mais aussi qu'elle soit replacée au service de besoins financiers à long terme qui explosent en volume et présentent souvent des profils de risque inédits.

Il convient donc de veiller à ce que le souci légitime de la régulation n'entre pas en contradiction avec la nécessité de préparer l'avenir.

Le développement, déjà évoqué, de vrais marchés est une réponse essentielle. Aussi élémentaire sera notre aptitude à mettre notre épargne longue au service des investissements de long terme. L'absence de fonds de pension nous handicape à cet égard d'autant plus que les nouvelles règles applicables aux assureurs, gérants principaux de notre épargne longue (Solvabilité II), risquent, faute d'un sérieux aménagement, d'avoir cet effet inattendu de transformer épargne longue en actifs courts, au détriment de la construction de l'avenir.

En outre, la construction d'un nouveau « modèle planétaire » ne va pas seulement exiger un marché plus tourné vers le long terme. Elle va rendre nécessaire un retour à une vraie coopération entre le public et le privé, assez étrangère à l'esprit d'avant-crise. La puissance publique, incapable de jouer le rôle de financeur principal de l'avenir, compte tenu des dettes accumulées, et le privé, détenteur des capacités de financement, mais contraint à la rentabilité visible des capitaux investis, vont devoir coopérer et partager les risques et les succès.

Il faut donc à l'avenir que les gouvernements apprennent à manier la rigueur avec une sélectivité inhabituelle et renouvellent leurs méthodes dans le sens d'un développement global du partenariat public et privé, dont, en France, le grand emprunt pourrait, bien mené, être une illustration réussie.

Dans le monde d'avant-crise, celui de la victoire du marché sur le poli-



tique, le laisser-faire s'imposait et la charge de la preuve appartenait à celui qui voulait le limiter.

La crise a doublement cassé cette manière de voir : elle a sanctionné la fragilité et, à bien des égards, la nocivité des marchés financiers dérégulés et elle a montré la force de modèles alternatifs (principalement le modèle chinois) constitués d'un compromis gagnant entre un marché de biens et de services s'ouvrant rapidement et un marché bancaire et financier restant sous contrôle serré de la puissance publique, sans que celui-ci ait nullement contraint la croissance - souvent exceptionnelle - de celui-là.

Dans nos pensées et nos analyses, nous sommes encore aujourd'hui sans doute pris dans des schémas mentaux d'avant-crise qui nous font éviter de critiquer trop radicalement un système que nous avons accepté et souvent défendu comme le seul efficace et compatible avec la démocratie.

Pris dans cette *cognitive capture*, nous cherchons à réagir à un changement pourtant majeur par simple ajustement de l'existant.

Cela suffira peut-être, sauf si le mouvement de basculement du monde est tel qu'il en vienne à nourrir une peine que l'opinion ne voudra plus supporter.

#### NOTE

1. Voir : la déclaration des Nations unies du 8 septembre 2000.

#### BIBLIOGRAPHIE

- LUCE E. (2010), « The Crisis of Middle-Class America », *Financial Times*, 30 juillet.  
 RAJAN R. G. (2010), *Fault Lines*, Princeton University Press, p. 201.

