

JEAN-FRANÇOIS SERVAL

JEAN-PASCAL TRANIÉ

Préface de CHRISTINE LAGARDE

MONNAIE **VIRTUELLE** qui nous fait vivre



**L'économie à l'épreuve
de l'innovation financière**

EYROLLES

Éditions d'Organisation

Propositions de réformes pour une nouvelle philosophie de l'argent

Comment penser la notion de monnaie aujourd'hui ? L'innovation financière a entraîné la création d'une immense quantité d'argent non contrôlée par les banques centrales. Une « monnaie virtuelle » nécessaire, mais dangereuse.

Dans une synthèse unique des enjeux monétaires contemporains, Jean-François Serval et Jean-Pascal Tranié montrent par quels mécanismes cette monnaie virtuelle a modifié les économies des pays développés, et combien elle a contribué à la crise financière. Ils proposent des pistes concrètes pour mieux l'estimer et l'encadrer, afin de retrouver une croissance pérenne.

JEAN-FRANÇOIS SERVAL, expert-comptable exerçant la certification des états financiers des deux côtés de l'Atlantique. Il est partisan d'une remise en cause profonde mais concertée du système monétaire international.

JEAN-PASCAL TRANIÉ, financier engagé dans la protection de l'environnement. Pour lui, la monnaie doit être au service des citoyens et non l'inverse.

« Rares sont les ouvrages qui peuvent prétendre renouveler leur discipline. La monnaie virtuelle qui nous fait vivre fait partie de ceux-là. [...] Il s'impose comme un manuel indispensable en rassemblant un spectre exhaustif d'analyses sur l'histoire de la monnaie, l'action de l'État, la mondialisation des échanges, les enjeux de la comptabilité, etc. »

CHRISTINE LAGARDE, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

« Depuis vingt ans le commerce s'est modifié comme jamais. La finance a trop inventé, comme on sait. Et la monnaie ? Elle aussi a changé mais on l'avait oubliée. Vive ce livre qui lui redonne toute sa place ! »

ÉRIK ORSENNA, économiste et romancier

« Ce livre est une utile source de réflexion sur ce qu'est devenue la notion de monnaie aujourd'hui, et sur ses perspectives : comment la repenser, comment la soumettre à des réalités et à des objectifs communs. »

ELIZABETH ROHATYN, administratrice et trésorière de nombreuses institutions américaines et internationales, spécialiste des questions monétaires

**La monnaie virtuelle
qui nous fait vivre**

Jean-François SERVAL

Jean-Pascal TRANIÉ

Préface de Christine Lagarde

La monnaie virtuelle qui nous fait vivre

L'ÉCONOMIE À L'ÉPREUVE
DE L'INNOVATION FINANCIÈRE

EYROLLES

Éditions d'Organisation

Éditions d'Organisation
Groupe Eyrolles
61, bd Saint-Germain
75240 Paris Cedex 05

www.editions-organisation.com
www.editions-eyrolles.com



Le Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée notamment dans l'enseignement, provoquant une baisse brutale des achats de livres, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.

En application de la loi du 11 mars 1957, il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement le présent ouvrage, sur quelque support que ce soit, sans autorisation de l'éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris.

© Groupe Eyrolles, 2011
ISBN : 978-2-212-54831-0

Remerciements

Comme nombre d'entre vous, nous avons eu à l'automne 2008 le sentiment que le monde financier était au bord de l'implosion et menaçait l'ensemble de l'économie d'une récession profonde et brutale. Le contraste entre les excès médiatisés de certains acteurs et les conséquences industrielles et sociales de cette crise ne peut laisser indifférent quant à la teneur des grands principes que doivent respecter nos démocraties et aux remèdes économiques à mettre en œuvre. Ou, plus simplement : comment trouver un avenir satisfaisant pour les générations futures ?

L'un de nous deux, expert-comptable, exerce depuis plus de trente ans son activité non seulement en Europe mais aussi aux États-Unis. L'autre, investisseur dans le secteur de l'environnement, consacre depuis près de dix ans une grande partie de son temps à l'Inde et la Chine. Ensemble, l'un avec une vision de l'Ouest, l'autre avec une vision de l'Est, nous avons constaté l'émergence de nouvelles puissances qui remettent en cause le partage des richesses et l'ordre économique international. Des échanges entre nous, l'idée de rédiger un livre est née au printemps 2008.

Ni écrivains ni économistes, nous ne pouvions faire seuls par nous-mêmes, et nous exprimons notre gratitude à ceux qui nous ont aidés par des études, des statistiques et leurs points de vue : Zine-Eddine de Paris Europlace, Sylvie Rosso de la banque Degroof Philippe, Guy Bernheim, gérant de Renaissance, Daniel Gabrielli enseignant, et Claude Rubinowicz de l'AVPIE. D'autres nous ont également apporté leur soutien par des visions d'acteurs engagés parfois complémentaires, parfois critiques mais toujours constructives : la présidente du Fonds stratégique d'investissement Patricia Barbizet, Le Président d'AXA Henri de Castries, le sociologue Denis Bachelot, le mathématicien Gilles Godefroy, le

haut fonctionnaire du ministère des Finances Jean-Christophe Donnellier, l'ancien vice président du NYSE et aujourd'hui président de Galiléo Georges Ugeux, l'entrepreneur Thomas Serval, le directeur général de Thales, Patrice Durand, l'avocat Loraine Donnedieu de Vabres, le professeur d'économie Christian Montet, le secrétaire d'Euro-Arbitrage Fabrice Fages, les lecteurs assidus Mathieu Goudot et Gérard Lavergne, Dominique Kantor, Jean-Fred Warlin pour ses apports historiques sur les XVI^e et XVII^e siècles français, ainsi que tous les autres qui méritent notre reconnaissance.

Les Éditions Eyrolles et notamment leur directeur général Marie Allavena ont accepté notre contribution. Nous remercions toute l'équipe de sa contribution et sa gentillesse, et tout particulièrement Florian Migairou pour ses conseils.

Nous sommes très reconnaissants à Christine Lagarde, ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, d'avoir préfacé notre ouvrage.

Enfin, cette liste serait incomplète sans nos familles, épouses et surtout nos enfants, à qui nous souhaitons que nos gouvernants sachent prendre les bonnes décisions économiques et politiques aux lendemains de la crise.

À tous merci d'avoir facilité cette aventure !

Jean-François Serval et Jean-Pascal Tranié

Sommaire

Préface	9
Constitution des États-Unis (17 septembre 1787)	11
Préambule	13
Introduction	19
 PREMIÈRE PARTIE	
Au cœur du problème, la monnaie et sa définition.....	25
 CHAPITRE 1	
L'émergence d'une économie financière.....	27
 CHAPITRE 2	
L'évolution économique, support de l'innovation monétaire	55
 CHAPITRE 3	
La gestion de la monnaie par l'État et la banque centrale : émission, monopole et agrégats de mesure.....	73
 DEUXIÈME PARTIE	
La base de l'expression monétaire : la comptabilité	99
 CHAPITRE 4	
La comptabilité, transcription des données économiques	101
 CHAPITRE 5	
L'information financière, image imparfaite de l'activité.....	117
 CHAPITRE 6	
Le lien de causalité de l'information avec la crise.....	125

TROISIÈME PARTIE

Les instruments de la crise.....	139
----------------------------------	-----

CHAPITRE 7

La juste valeur	141
------------------------------	-----

CHAPITRE 8

La désintermédiation et la couverture des risques	157
--	-----

CHAPITRE 9

La rencontre des marchés et de la norme comptable	171
--	-----

QUATRIÈME PARTIE

Le nouvel ordre économique, monétaire et financier	189
--	-----

CHAPITRE 10

Le caractère inédit, la propagation de la crise du fait de l'absence de leadership mondial	191
---	-----

CHAPITRE 11

Politique monétaire, déséquilibres et sortie de crise	209
--	-----

CHAPITRE 12

Les constats – les questions	229
---	-----

CHAPITRE 13

Les réformes	247
---------------------------	-----

Conclusion	279
------------------	-----

Résumé des mesures : réformes fondamentales, traitement de la crise, régulation	287
---	-----

Glossaire	297
-----------------	-----

Bibliographie sélective	301
-------------------------------	-----

Les mots suivis d'une astérisque sont définis dans le glossaire.

Préface

En 81 avant J.-C., une controverse entre les disciples de Confucius et le pouvoir chinois a éclaté. Elle est passée à la postérité dans le *Yantie Lun*, connu en français sous le titre de *La Dispute du fer et du sel*. Il y a plus de 2000 ans, les sages chinois présageaient déjà que « la monnaie comme moyen universel d'échange ne procure plus aucun avantage quand les spéculateurs s'en accaparent ». Jacques Le Goff rapportait encore dans son ouvrage de référence sur le Moyen Âge que le Purgatoire a été créé, à la fin du XII^e siècle pour permettre à l'Église de racheter les péchés des usuriers. Selon l'historien, cette décision marque le passage au capitalisme moderne.

Ces deux événements, bien qu'éloignés dans l'histoire de la monnaie et de son « langage », la comptabilité, montrent à quel point celles-ci constituent le ciment économique des échanges dans toute société humaine. Il manquait pourtant un ouvrage simple et subtil capable d'embrasser d'un même regard les origines, la finalité, les dérives et les enjeux actuels de la monnaie à travers les âges et les économies. Ces enjeux sont nécessairement politiques, la frappe de la monnaie demeurant un des attributs de la puissance de l'État, même si, historiquement, les plus libéraux d'entre eux l'ont peu été sur le plan monétaire. On pense ainsi au rétablissement de la parité-or par Churchill en 1925 ou à la réforme du franc Poincaré en 1927. En ce sens, *La monnaie virtuelle qui nous fait vivre* ne manque pas d'à-propos.

Il ne faudrait pourtant pas s'arrêter là. Avec l'émergence de l'économie financière, la constitution d'un groupe plus vaste, échappant à la puissance des États et appelé *broad money*, a entraîné des abus, des excès, et les économies mondiales au bord du précipice à l'automne 2008, l'ouvrage de Jean-Pascal Tranié et Jean-François

Serval arrive ainsi à point nommé. En 2011, la France assumera la présidence du G8 et du G20. Le président de la République a fixé parmi ses trois priorités fondamentales une réflexion collective sur le système monétaire international, plaçant la question de la monnaie au cœur des efforts pour réduire les déséquilibres et éviter la montée des protectionnismes. Il nous reviendra, au cours de cette année d'échanges et de réflexion, de proposer de rénover durablement les institutions, les pratiques, et d'assurer un cadre plus équilibré au régime actuel.

Rares sont les ouvrages qui peuvent prétendre renouveler leur discipline. *La monnaie virtuelle qui nous fait vivre* fait partie de ceux-là. Il apporte un regard aussi didactique que profond à tous ceux qui veulent mesurer les enjeux microéconomiques, macroéconomiques et politiques de la monnaie. Il s'impose comme un manuel indispensable en rassemblant un spectre exhaustif d'analyses sur l'histoire de la monnaie, l'action de l'État, la mondialisation des échanges, les enjeux de la comptabilité, etc. Il se rapproche à ce titre d'un véritable traité d'économie politique pour un sujet qui hante les penseurs et les philosophes depuis Aristote, mais aussi les décideurs politiques, dans un monde agité où nous souhaitons plus de stabilité, moins de volatilité, et une meilleure coordination internationale.

Christine Lagarde

Ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

Paris, novembre 2010

Constitution des États-Unis (17 septembre 1787)

ARTICLE 1 (EXTRAITS)¹

Section 8

« Le Congrès a le pouvoir [...] d'emprunter au nom des États-Unis ; [...] d'émettre de la monnaie, d'en fixer la valeur et son change avec les monnaies étrangères ; d'assurer la répression de la contrefaçon des effets et de la monnaie des États-Unis. »

Section 9

« Aucune somme ne sera prélevée sur le Trésor, si ce n'est en vertu d'affectations de crédits stipulées par la loi ; la comptabilité de toutes les recettes et dépenses des deniers publics sera publiée régulièrement. »

L'extension monétaire et le rôle du dollar ont fait perdre au Congrès le contrôle de la création monétaire et du change. Rien n'oblige le Congrès à légiférer dans les domaines de sa compétence exclusive. Mais l'esprit qui a présidé à l'adoption de la

1. « *The Congress shall have Power [...] to borrow Money on the credit of the United States ; [...] to coin Money, regulate the Value thereof, and of foreign Coin, and fix the Standard of Weights and Measures ; to provide for the Punishment of counterfeiting the Securities and current Coin of the United States.* »

« *No Money shall be drawn from the Treasury, but in Consequence of Appropriations made by Law ; and a regular Statement and Account of the Receipts and Expenditures of all public Money shall be published from time to time.* »

Constitution et à lui confier le pouvoir monétaire est-il encore respecté ?

La question est posée à la première puissance mondiale mais aussi à toutes les nations disposant d'une constitution démocratique qu'elles entendent respecter.

Préambule

Symbole et instrument du pouvoir, la monnaie a revêtu pendant près de deux millénaires l'image du dieu ou du prince de la cité, imprimée sur l'une de ses faces. Sans elle, comment entretenir la défense, la justice et la sécurité, piliers de l'État de droit ? Des empereurs romains aux chefs d'États contemporains, le privilège de battre monnaie a conservé un caractère régalien et garanti tant le comblement des déficits budgétaires que le financement de l'économie¹.

Mais en contribuant au développement des échanges, la monnaie a permis à l'ordre marchand de s'enrichir et de constituer un contre-pouvoir face à l'arbitraire des princes. Porté par le succès du libéralisme économique et la mondialisation des économies, celui-ci s'est imposé dans la plupart des pays, en revêtant parfois des formes originales, comme celle du capitalisme chinois.

Innovation et adaptation sont deux caractéristiques de l'ordre marchand. Avec la révolution industrielle, de nouveaux instruments de financement déjà conçus dans les périodes fastes des civilisations (billet à ordre, escompte, chèques, virements, etc.) se sont définitivement substitués aux transactions monétaires physiques, permettant une démultiplication des moyens financiers. Les États, responsables de l'ordre économique et social, ont riposté par une réglementation de plus en plus complexe. Ils ont conçu des instruments de mesure, les agrégats monétaires, pour

-
1. Le « seigneurage » désigne en français ce privilège de battre des pièces métalliques. Il permet le cas échéant à son titulaire de percevoir la différence entre le coût du métal majoré du prix de la frappe et la valeur libératoire nominale sur la pièce.

permettre l'application d'une réglementation monétaire et bancaire, et garder un contrôle sur le volume et la circulation de ces moyens financiers.

Ce dispositif réglementaire a définitivement perdu toute efficacité avec l'accélération de l'innovation financière et comptable dans les dernières décennies du XX^e siècle. Si la monnaie est l'unité des échanges, son langage est la comptabilité. Tous deux ont connu des évolutions structurelles qui se sont accélérées depuis le milieu du XIX^e siècle pour accompagner la mutation d'une société agraire vers la production industrielle et, depuis la Seconde Guerre mondiale, vers les services. La crise qui a commencé mi-2007 et dure encore a mis en lumière les carences de la régulation, inadaptée face au dynamisme de l'endettement des économies et des êtres humains qui la constituent. Au banc des accusés figurent principalement la réglementation comptable et l'imagination excessive des financiers.

En matière de comptabilité, les actifs étaient traditionnellement enregistrés dans les comptes à leur valeur historique, celle du contrat d'acquisition, et subissaient une dépréciation en cas d'événements négatifs affectant leur usage. Dans la période d'euphorie économique des années 1980-1990, et après un long cycle inflationniste, une évaluation de marché, dénommée « juste valeur », a été substituée à la valeur historique pour donner une image à jour d'actifs financiers de plus en plus nombreux. En phase de croissance, chacun y gagnait : la société dont le bilan s'améliorait, l'actionnaire dont la valeur des actions s'appréciait corrélativement, le banquier qui pouvait accorder de nouveaux emprunts sur cette structure plus solide. Avec le retournement de la conjoncture, ces actifs se sont dépréciés, bouleversant la structure bilancielle des entreprises dont les profits s'effondraient par ailleurs. Il était trop tard pour déplorer les effets procycliques de cette nouvelle norme comptable.

La réévaluation à la valeur de marché, dénommée improprement « juste valeur », de nature le plus souvent volatile ou théorique, constitue en cas de hausse une forme de création monétaire qui échappe totalement aux instituts d'émission et aux banques cen-

trales ! Cette « fausse monnaie » atteint des montants colossaux, et chaque entreprise opérant des actifs financiers a pu devenir un contrefacteur, dans le respect de la loi et sans même le savoir.

Le principe de la valeur de marché¹, qu'elle soit portée par des particuliers ou des entreprises, peut s'appliquer à des catégories assez différentes d'actifs :

- ▶ la première est constituée des actifs corporels. Il s'agit d'une part des biens fixes, tels que l'immobilier et les équipements, d'autre part des biens circulants, comme les inventaires. Ceux-ci peuvent changer de valeur, comme en attestent les crises récentes de l'immobilier mais, au moins pour les biens fixes dont la valeur est figée par des transactions actées par contrat, un contrôle peut être aisément exercé en cas de besoin. Ce contrôle est d'autant plus pertinent, que ces actifs détenus par des entreprises contribuent le plus souvent à une production de biens ou de services ;
- ▶ la deuxième est composée des créances et des dettes liées aux exploitations, exprimées en valeur monétaire, mais aussi plus directement de la monnaie scripturale (la caisse) et des actifs quasimonétaires (les soldes en banque) dont la valeur est directement dépendante de la confiance portée à la banque centrale émettrice ;
- ▶ la dernière recouvre une large palette de produits financiarisés, le plus souvent incompréhensibles par le non-expert ; qui plus est, ces produits ont dans la plupart des cas échappé au contrôle et au suivi même de leur initiateur.

Cette troisième catégorie, partie de la sphère financière, a envahi l'ensemble de l'économie en transformant les modèles de variation de valeur des autres catégories d'actifs. Le risque intrinsèque du produit, qui se matérialise par la dégradation des actifs sous-jacents ou la défaillance d'une contrepartie, est dilué à travers des

1. La littérature comptable distingue « la juste valeur » qui est celle à laquelle devraient être valorisés les actifs financiers de « la valeur de marché » qui n'en est qu'un des référentiels certes le plus souhaitable à retenir.

mécanismes tellement complexes, qu'il semble avoir disparu. Ce risque caché existe par exemple dans la titrisation d'un portefeuille de créances (adossé ou non sur des prêts immobiliers), suivie d'une segmentation par catégorie de risques, de AAA + pour la meilleure tranche à BB – pour la moins attractive. Les tranches les plus exposées sont elles-mêmes assurées par des « rehausseurs de crédit », dont tout le monde avait oublié qu'ils pouvaient eux-mêmes faire faillite dans un contexte de crise généralisée...

Le mécanisme a été déployé à grande échelle par les banquiers, car la valeur cumulée des parties commercialisées « à la découpe » devenait supérieure à celle du portefeuille. Qui plus est, les tranches élevées (AAA +...), apparaissant comme très sûres, sont devenues des produits d'échanges très fluides, à circulation rapide. Les monétaristes classiques avaient déjà enseigné que la monnaie réelle est le produit de la masse monétaire par la vitesse de circulation. Les nouveaux produits financiers, créés massivement par titrisation en contrepartie du financement de la première catégorie d'actifs et des créances de la deuxième catégorie, ont toutes les caractéristiques de la monnaie, sans pour autant être enregistrés comme tels par les banques centrales (dans M3¹, sauf pour ceux qui figurent dans les SICAV de trésorerie). Le phénomène, dont l'ampleur a été bien plus grande aux États-Unis qu'en Europe, a été mal compris au filtre des critères classiques monétaristes, retardant ainsi les mesures nécessaires. Aujourd'hui encore, malgré la crise et les interventions des États avec le secours de la norme comptable, les banquiers peuvent créer une « fausse monnaie » en toute légalité.

Dans le même temps, l'appât du gain et la force de conviction des banquiers a conduit les ménages à réduire la part liquide de leurs actifs financiers de 45 à 20 % entre 1978 et 2007², au profit d'autres placements plus volatils. La monnaie fiduciaire, pièces, billets et comptes garantis par l'État, ne représentait plus que 10 % des moyens de paiement en France en 2004 contre 32 % en

1. Voir définition chapitre 3, p. 81-82.

2. *Bulletin de la Banque de France*, n° 175, 1^{er} trimestre 2009.

1970, les pièces de monnaie ne constituant plus que 1 % du total. À la lumière de ces évolutions, quelle est la place de la monnaie, ou plutôt de la monnaie au sens classique, dans l'économie aujourd'hui ?

Force est de constater que les États en ont perdu le contrôle du fait de ces nouvelles formes. Le gouverneur de la Banque centrale européenne Jean-Claude Trichet¹ se réfère à la monnaie émise par cette institution, en distinguant cette monnaie de la liquidité fournie par les prêts aux banques commerciales. Il estime que la Banque centrale dispose des outils pour réguler le crédit et agir sur l'inflation. Il n'évoque pas en revanche le phénomène de création monétaire extraterritoriale dont le suivi n'est pas couvert par son dispositif de mesure mais seulement par les comptabilités nationales des États avec lesquels existent des accords de coopération.

Avec ces nouveaux instruments, les banques commerciales échappent largement au contrôle de la banque centrale qui s'exerce sur leur ratio fonds propres/prêts. Ce qui est encore plus frappant, c'est la prolifération d'intermédiaires ou arrangeurs², largement non réglementés et parfois localisés dans des paradis fiscaux *offshore*, dont les émissions et commercialisations de titres sont très substantiels. L'explosion des volumes d'une seule catégorie de titres financiers, les CDS* (*Credit Default Swap*)³ qui atteignaient 62 trillions de dollars à leur pic fin 2007 selon l'ISDA*, soit plus de quatre fois le PIB* (produit intérieur brut) des États-Unis, justifie une analyse détaillée de ce phénomène.

Par l'émission de titrisations et le jeu de garanties souvent « hors bilan », la notion de monnaie peut s'élargir en effet à toutes les

1. Voir le discours de M. Trichet : « *The ECB enhanced support* » (Munich, 13 juillet 2009), [www.ecb.europa.eu/press:key/date%20/2009](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date%20/2009).

2. Un arrangeur est le chef de file d'une facilité d'émission financière.

3. Les CDS (*Credit Default Swap*), dérivés sur événement de crédit, sont décrits en détail au chapitre 8. Leur encours sur l'échantillon de l'ISDA réduit aux intervenants qui fournissent des statistiques a décliné avec la crise et s'établirait à 25 millions de dollars en septembre 2010. Ce chiffre ne représente que 5,6 % de tous les dérivés inventoriés par l'ISDA.

classes d'actifs, et financiariser toutes catégories de biens et services. Cet élargissement remet intégralement en cause le concept traditionnel de monnaie fiduciaire et scripturale, et même la séparation entre ces dernières.

Avec 75 % de désintermédiation¹ du financement de leur économie, les États-Unis sont encore plus concernés par la question que l'Europe dont le taux atteint 25 %.

Les nouveaux billets en euros, qui ont remplacé en 1999² ceux revêtus de l'effigie de Pascal ou de Voltaire, ne portent plus la mention : « La loi punit les contrefacteurs ». C'est bien compréhensible, car les prisons seraient envahies de banquiers et financiers, habiles artisans créateurs de cette « *broad money*³ ». La mutation de la monnaie, sa description, ses propriétés et son contrôle, constituent le thème du présent ouvrage.

-
1. Fraction du financement des entreprises non émise par des établissements de crédit ; il existe plusieurs définitions, mais dans tous les cas, les États-Unis affichent un taux beaucoup plus élevé que l'Europe.
 2. Suite au traité de Maastricht de 1991 qui institue une devise commune pour l'Union européenne.
 3. Nous verrons par ailleurs qu'il n'y a pas de définition universellement acceptée de la monnaie au sens large (*broad money*) qui semble encore correspondre aux agrégats suivis par la BCE, la monnaie fiduciaire – celles des banques centrales – M1, M2 et M3 auxquels s'ajoutent les instruments négociables.

Introduction

Avec le rétablissement de la situation financière des banques et la reprise partielle des marchés financiers, la phase aiguë de la crise financière semble s'être achevée à l'automne 2009. Mais fin 2010, l'incertitude reste grande sur la pérennité de la reprise et l'ampleur des turbulences sociales et économiques liées aux déficits non résolus. Les déséquilibres structurels, institutionnels et sociaux restent une préoccupation majeure des élus. En hommes politiques avertis, ceux-ci comprennent bien la crise de confiance de la population vis-à-vis des institutions financières qui ont une part de responsabilité dans la crise, même si elles ont été dans certains pays européens, notamment la France, bien plus prudentes que leurs homologues américaines. Cela n'est pas dû à une supériorité intrinsèque ou à de meilleures vertus, mais simplement à des habitudes et à des mécanismes de crédit différents (pas ou peu de crédit par carte, pas ou peu de pratique du crédit « rechargeable », un financement de durée plus courte sur l'immobilier en Europe continentale avec une forte densité de population...) et au fait que le désir de les copier en allongeant la durée des crédits au-delà de durée de vie professionnelle des souscripteurs n'a pas eu le temps de se concrétiser. Au-delà de la comparaison des bonus attribués aux banquiers avec son propre revenu, chaque salarié peut être concerné par les pertes de son fonds d'épargne d'entreprise ou de son portefeuille d'épargne en actions, de son contrat d'assurance-vie en unités de compte ou autre fonds de pension, par la perspective d'une hausse des impôts pour financer les interventions de l'État dans les banques, et une situation économique générale dégradée menaçant l'emploi. On lui rétorque que, sans ces bonus à l'origine d'une part importante des profits de certaines banques, les *traders* partiraient chez les concurrents. Cet argument est

entendu par les pouvoirs publics qui se mobilisent pour obtenir un accord international, c'est-à-dire cohérent, au sommet du G20* de Pittsburg le 25 septembre 2009, lequel devient officiellement l'enceinte de discussion et de règlement des questions financières sur le plan international.

La crise de confiance n'a fort heureusement rien à voir avec celle de la Grande Dépression. Les dirigeants politiques ont tiré les leçons de la crise de 1929 en réagissant vite, avec des moyens financiers importants et surtout, ce qui était nouveau, avec un front unique créé pour faire face à la situation au travers d'un sommet rassemblant les 20 premières puissances mondiales et 85 % du PIB. Avec l'internationalisation de l'économie, le succès des réglementations de contrôle et des politiques de relance repose sur la solidité de cette coordination.

Mais cette intervention a remis en cause le dogme de l'orthodoxie budgétaire. Les États ont dû massivement intervenir comme prêteurs de dernier recours en injectant massivement des liquidités dans l'économie, en garantissant implicitement les dépôts bancaires et en soutenant l'activité par des plans de relance massifs. Le seuil de 3 % de déficit budgétaire, fixé par le traité de Maastricht instituant l'euro et exprimé en pourcentage du PIB, est franchi significativement par la plupart des États membres de l'Union européenne : pour 2010, les prévisions de la commission en novembre 2009, qui seront améliorées par des efforts budgétaires et une meilleure croissance qu'attendue, étaient de 8,2 % pour la France, 10,1 % pour l'Espagne, 12,5 % pour la Grande-Bretagne et 5 % pour l'Allemagne. Les États-Unis tablent sur un déficit de 10,4 % du PIB, contre 3 % seulement pour la Chine¹. Celle-ci bénéficie en outre d'une balance commerciale structurellement excédentaire et d'une épargne élevée. Une crise monétaire couve ainsi, si nous n'y sommes pas déjà, avec des dégradations de notation sur certaines dettes souveraines par les agences et des

1. Dans un communiqué du 4 novembre 2010 (n° 10/414), le FMI indique que le déficit budgétaire au niveau mondial devrait passer de 6,75 % du PIB en 2009 à 6 % en 2010 et 5 % en 2011.

taux d'intérêts divergents parfois proches de zéro sur celles réputées les meilleures. N'aurait-on que le choix entre une crise économique et une crise monétaire, dont on sait qu'elles se rejoindront inexorablement ?

La situation relative des trois grandes économies, États-Unis, Union européenne et Chine¹, est ainsi très différente, les États-Unis ayant d'abord été impactés par un déclin prévisible dû au caractère dominant de leur monnaie. L'analyse économique, reprise notamment par Joseph Stiglitz², anticipe un endettement croissant des États à monnaie dominante, compte tenu de la facilité à financer leurs déficits par l'émission monétaire. La dette fédérale américaine s'élève à 13,7 trillions de dollars³ soit plus de 100 % du PIB, et celle de l'Europe des 16 à 12 trillions d'euros soit 78 % du PIB. Ces chiffres ne sont pas comparables, contrairement à ce que l'on semble lire dans de nombreux journaux. En effet, la dette des États-Unis correspond notamment (mais pas seulement) à une dette fédérale qui n'existe pas en Europe, puisque l'Union n'est pas une fédération susceptible d'emprunter. De plus, l'accroissement du déficit public de l'Europe des 16 est bien inférieur, avec un rythme annuel de 1,9 % du PIB en 2008, et 6,8 % en 2009 (6,3 % pour l'eurozone*), une dette extérieure européenne faible en raison de l'excédent continu de sa balance commerciale⁴ et d'une balance des paiements courants seulement très légèrement déficitaire (– 1 % en 2007 pour l'Europe des 27 et 0,1 % correspondant à l'eurozone), alors que la balance des paiements courants des États-Unis est déficitaire de 5 % en 2007. La dette extérieure nette, dite « dette souveraine » est ainsi inexistante pour l'Europe, à l'inverse de la situation américaine qui

-
1. Sur un PIB mondial nominal en 2009 de 57,9 trillions de dollars US selon le FMI, ces trois économies classées les trois premières représentaient 35 613 millions soit plus de 68 %.
 2. *Making Globalization Work*, Norton, 2006.
 3. Chiffre arrêté au 21 octobre 2010, possédé pour 9,1 trillions par les particuliers et 4,6 trillions par des agences gouvernementales (Source : Bureau of the public debt).
 4. Directorate Communication, Press Information Division, Kaiser Strasse 29D, 60311 Frankfurt, www.ec.europa.eu.

fait apparaître une dette extérieure nette de 13,5 trillions de dollars¹, montant proche de la dette fédérale dont, selon le Trésor américain en mai 2010, 4 trillions étaient détenus par l'étranger, essentiellement par la Chine et le Japon (1,7 trillion), suivis par la Grande-Bretagne et les centres bancaires des Caraïbes.

L'économie américaine est la plus exposée aux risques de complications. Selon Bloomberg, le gouvernement américain avait déjà dépensé pour y faire face 3,2 trillions de dollars en juin 2009 et tablait sur un total de 7,7 trillions sans que les autorités n'excluent la nécessité d'injections complémentaires comme celle déjà annoncée par Ben Bernanke en novembre 2010, de 600 milliards. Le montant cumulé actualisé de tous les grands « chantiers » antérieurs (plan Marshall, guerre du Vietnam, guerre d'Irak) ne représente que 3,7 trillions de dollars...

La Chine est quant à elle structurellement isolée au plan monétaire du fait de la non-convertibilité de sa devise, mais doit anticiper le règlement du déséquilibre commercial avec les États-Unis et la diversification de ses réserves de change menacées par la dépréciation du billet vert.

Le coût global de la crise a été estimé à 22 trillions de dollars sur la période fin 2007-mi-2009². Ceci représente près de 30 000 dollars par habitant sur la zone États-Unis-Europe combinée. La seule perte des ménages américains sur leur portefeuille d'actions s'élevait à 5,8 trillions de dollars au plus fort de la crise et même si le rétablissement de la situation bancaire et la baisse des taux a contribué à rétablir les marchés d'actions dans la plupart des pays, le marché immobilier reste profondément affecté aux États-Unis. Ces chiffres sont à comparer au PIB mondial de 57 trillions³.

-
1. La dette extérieure nette désigne l'ensemble des dettes dues par un pays (État, entreprises et particuliers) à des prêteurs étrangers, moins les créances que ce pays détient vis-à-vis de l'étranger ; il ne faut pas la confondre avec la dette des États.
 2. *L'Agefi hebdo*, n° 19, octobre 2009.
 3. Source FMI.

La crise financière puis économique qui a suivi a mis en évidence les carences de la régulation qui était destinée à assurer la sécurité des échanges et de l'épargne. Les progrès de la science n'ont pas été suffisants pour avertir clairement à temps les économistes, les prévisionnistes et les politiques. Le développement ininterrompu des régulations financières pèse sur le fonctionnement des entreprises occidentales, sans permettre d'anticiper les événements. Le système d'information n'a pas fonctionné. Les États découvrent l'ampleur des dérives du système financier, dont les bonus ne sont qu'un épiphénomène. L'ancien banquier Jean Peyrelevade¹ plaide qu'en l'absence de mesures internationales fortes de régulation, la prochaine crise est déjà en route et que les États n'auront plus cette fois les moyens d'y faire face. La question des bonus des traders, au centre des discussions du G20 à Pittsburg de septembre 2009, masque les véritables questions à traiter. « Il ne s'agit pas de savoir si les croupiers du casino sont trop payés mais pourquoi la banque de dépôt abrite un casino en son sein. » Le système financier doit être invulnérable et toute spéculation interdite sur les capitaux déposés ou souscrits par le public. La banque, gardienne de la monnaie qu'elle émet, n'exerce pas une activité marchande comme les autres mais un service public.

Déjà évoqué par Maurice Allais² en 2004 à propos de la crise financière de 1997, l'endettement excessif alimente l'inflation de la valeur des actifs indépendamment de l'évolution des PIB.

L'origine de la crise est financière (le surendettement), mais ses conséquences sont générales, industrielles (faillites), sociales (chômage), sociétales (coupes des budgets de l'État pour rembourser la dette publique), sans compter les bonus des traders qui, aux yeux des citoyens, constituent une provocation de nature à remettre en cause le modèle libéral. Le G20 de Pittsburg a-t-il mis en place le plan idoine de règlement de la crise ? S'il a paré au plus urgent, les vraies réformes de structure restent à mettre en œuvre.

-
1. Ancien président-directeur général du Crédit Lyonnais (article du *Figaro* du 14 novembre 2009).
 2. Économiste, prix Nobel d'économie (voir bibliographie).

PREMIÈRE PARTIE

AU CŒUR
DU PROBLÈME,
LA MONNAIE
ET SA DÉFINITION

Chapitre 1

L'émergence d'une économie financière

LE DÉVELOPPEMENT DE L'ORDRE MARCHAND

L'ordre marchand, celui des échanges avec lequel nous vivons, connaît une crise de croissance. Quelques données chiffrées sont nécessaires pour comprendre l'ampleur de son développement.

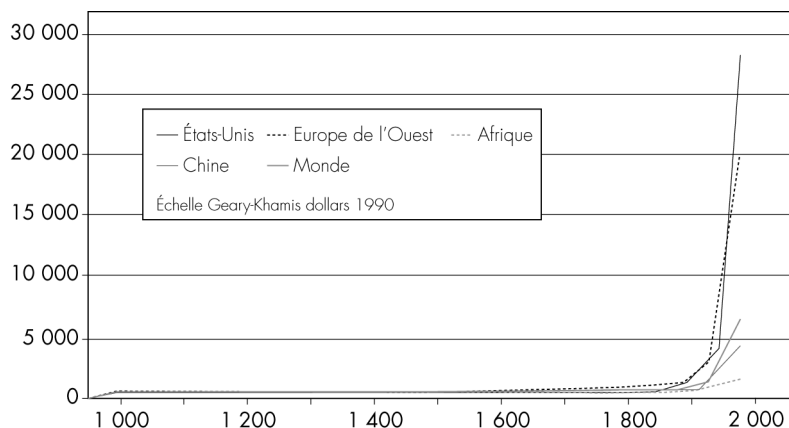
Entre 1970 et 2009, le PIB des États-Unis a été multiplié par 14, celui de la France par 20 et celui de la Chine par 40. La Chine, avec sa population de 1,4 milliards d'habitants, ne réalise encore que le quart de la production intérieure brute des États-Unis (selon les mesures en dollars, cette performance est supérieure avec une mesure en parité de pouvoir d'achat), mais elle est devenue en quelques années la deuxième économie mondiale.

Cette croissance généralisée est un phénomène récent. Les historiens considèrent généralement que le niveau de vie sur le globe n'a guère évolué entre l'Antiquité et le XVIII^e siècle. Plus encore, jusqu'aux années 1970, le phénomène était largement limité aux pays occidentaux, à l'exception de cas isolés comme le Japon.

Parmi les déterminants de la croissance, l'analyse économique historique met en lumière l'extension des libertés économiques, particulièrement flagrante au XVIII^e siècle : liberté d'entreprendre, liberté de circulation des idées, des personnes, des biens. L'ordre marchand s'est progressivement imposé comme une tendance inéluctable et son modèle de marché, l'économie libérale, a eu raison des régimes autoritaires incapables de l'intégrer. Dans les cas où des populations

partageant des racines communes ont été partagées entre deux ensembles avec une économie planifiée et une économie de marché comme les deux Allemagnes ou les deux Corées, la zone d'économie libérale a affiché une croissance supérieure.

Figure 1.1 – Évolution du PIB par habitant



Source : Angus Maddison's, www.ggd.net/maddison/Historical_Statistics/horizontal-file_03-2007.xls.

La progression du PIB va de pair avec l'évolution des autres paramètres : enrichissement des ménages, développement des échanges internationaux et interpénétration grandissante des marchés, financiarisation de l'économie.

L'enrichissement des ménages est tangible dans les pays occidentaux : en France, selon l'INSEE*, la valeur du patrimoine représentait 7,5 années de revenu brut disponible en 2007, contre 4,4 années en moyenne sur la période 1978-1997. Ce phénomène est récent mais d'une ampleur inégalée dans les grands pays émergents, Inde et Chine. La classe moyenne urbaine chinoise (revenu supérieur à 25 000 RMB par an, soit environ 3 700 euros) est passée de moins de 1 million en 2000 à 105 millions en 2005 et représente 19 % de la population urbaine contre 1 % cinq ans plus tôt, avec une croissance de 25 millions de personnes par an. En Inde, la classe moyenne (revenu supérieur à 4 500 dollars par an) était de 50 millions en 2007 et McKinsey estime que ce chiffre devrait atteindre 580 millions en 2025. Le patrimoine financier des