



La globalisation financière en crise

Catherine Mathieu, Henri Sterdyniak

► To cite this version:

Catherine Mathieu, Henri Sterdyniak. La globalisation financière en crise. Revue de l'OFCE, 2009, 110, pp.13 - 73. 10.3917/reof.110.0013 . hal-03461769

HAL Id: hal-03461769

<https://sciencespo.hal.science/hal-03461769>

Submitted on 1 Dec 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

La globalisation financière en crise

Catherine Mathieu

OFCE, Centre de recherche
en économie de Sciences Po

Henri Sterdyniak

OFCE, Centre de recherche
en économie de Sciences Po
Université Paris Dauphine

Le capitalisme financier est entré dans une crise profonde en 2007. Cette crise, d'abord bancaire et localisée dans le marché du crédit immobilier américain, est rapidement devenu mondiale, financière et réelle. Elle a remis en cause la forte croissance dont bénéficiait l'économie mondiale depuis 1995. L'article décrit l'ampleur de la globalisation financière et les déséquilibres qu'elle a générés. La crise s'explique d'abord par des déséquilibres macroéconomiques. C'est une crise des stratégies nationales de pression sur les salaires, qu'elles soient compensées par des gains de compétitivité (Chine, Allemagne) ou par le développement de la financiarisation, qui permet d'impulser la consommation des ménages, grâce à la bulle financière et par l'endettement (comme dans les pays anglo-saxons). La globalisation financière permet l'accumulation de déséquilibres qui finissent par exploser (comme le montre la polarisation des soldes extérieurs) ; elle se caractérise par l'instabilité des marchés (comme l'illustre le cas du marché des changes). La crise s'explique ensuite par l'hypertrophie du secteur financier, l'avidité des détenteurs de capitaux et l'aventurisme des institutions financières. De masses énormes de capitaux sont à la recherche d'une rentabilité maximale ; les gestionnaires ne peuvent l'assurer que temporairement par la création de bulles financières qui s'effondrent périodiquement. La crise de 2007-2008 apparaît comme un révélateur : elle montre la faillite des mathématiques financières qui étaient censées permettre d'optimiser les rentabilités, de réduire et de distribuer les risques. Elle met en évidence la stratégie aventureuse des banques qui contournaient les ratios prudentiels et intervenaient massivement sur les marchés financiers. L'article se conclut par une discussion critique des projets de réformes du fonctionnement de l'économie mondiale, en particulier ceux que les sommets du G20 ont esquissés. Ceux-ci devraient concerner tant les stratégies macroéconomiques nationales que la gouvernance de l'économie mondiale et celles des banques et des marchés financiers.

Mots-clés : Crise financière. Globalisation financière.
Gouvernance mondiale.

catherine.mathieu@ofce.sciences-po.fr
henri.sterdyniak@ofce.sciences-po.fr

« Les pirates ne sont pas, et ne seront jamais,
les amis sincères des navigateurs »

Histoire de l'infamie, Jorge Luis Borgès

La mondialisation et la globalisation financière ont fortement impulsé la croissance mondiale depuis quinze ans. Le capitalisme international, productif et financier, a assis sa domination sur l'économie mondiale, contribuant à une forte croissance (3,8 % l'an de 1990 à 2007, tableau 1) qui a particulièrement bénéficié aux pays en développement (PED) et au Royaume-Uni. Cette croissance a été instable : l'économie mondiale a été secouée par une série de crises financières d'une fréquence inégalée dans l'histoire économique contemporaine : après la crise de la dette des pays du tiers-monde en 1982, sont survenues la crise du SME en 1992-1993, la crise mexicaine en 1994-1995, la crise asiatique en 1997-1998, la crise russe et la faillite du fonds LTCM en 1998, les crises du Brésil en 1999 et en 2002, le krach des valeurs de la nouvelle économie et la crise turque en 2000, la crise argentine en 2001-2003. La crise actuelle, amorcée en 2007, montre, une fois encore, les risques en termes de stabilité et de soutenabilité d'un mode de croissance impulsé par les firmes multinationales et les marchés financiers et par des stratégies nationales non coordonnées, sans institutions de gouvernance mondiale.

Depuis le début des années 1980, l'économie mondiale a connu un prodigieux développement des institutions et des marchés financiers, gérant des masses énormes de capitaux en quête d'une rentabilité forte et découplée des performances réelles (fonds de placement destinés aux ménages les plus riches, fonds de pension des pays anglo-saxons ou du Japon, capitaux des pays excédentaires). Ces marchés déterminent les taux de change, les taux d'intérêt, les cours boursiers et les conditions de financement des entreprises et des ménages. Par ses alternances de booms et de krachs, la globalisation financière révèle que les marchés sont myopes, instables, moutonniers et cyclothymiques. La globalisation financière permet le gonflement durable de déséquilibres qui finissent un jour par éclater. Ainsi, la crise financière de 2007-2008 a-t-elle détruit les fondements théoriques de la finance globalisée et fait imploser les marchés financiers mondiaux. La crise, qui a mis une nouvelle fois en évidence l'aveuglement et l'absence de contrôle des marchés financiers, pose la question de la viabilité des modes de fonctionnement de la finance globalisée. L'économie mondiale est-elle condamnée à aller de crise en crise ? Peut-elle échapper à la domination de la finance ? Les taux de change et les taux d'intérêt, les conditions de financement, les décisions de production et d'investissement, doivent-ils dépendre des jeux des marchés financiers, de la cupidité des couches dominantes et de la naïveté de la grande masse des épargnants ? Une meilleure gouvernance mondiale est-elle possible ?

Tableau 1 : Taux de croissance annuel moyen du PIB

En volume, en %

	Monde	États-Unis	Zone euro	Royaume-Uni	Japon	Pays en développement
1980-1994	2,9	3,0	2,1	2,2	3,2	3,1
1994-2007	3,8	3,1	2,2	2,9	1,2	5,5

Source : FMI.

Le triomphe du libéralisme a été une victoire à la Pyrrhus. Les marchés se sont révélés incapables d'assurer une croissance mondiale, stable et durable. Mais la gouvernance mondiale relève de l'utopie tant les forces vives de la mondialisation (les firmes multinationales, les institutions financières, les États-Unis et la Chine et au-delà de ce pays l'ensemble des pays émergents) y sont opposées, tant les pays ont des points de vue et des intérêts divergents. Certes, la croissance actuelle n'est pas satisfaisante, mais une croissance plus régulée suppose un accord international qui semble hors de portée, compte tenu des divergences d'intérêt entre les pays riches, les pays émergents et les pays pauvres comme entre les classes sociales à l'intérieur de chaque pays.

Outre de délicates questions conceptuelles – comment contrôler efficacement les institutions financières ? Comment diminuer la rentabilité requise par les détenteurs de capitaux ? Comment organiser les marchés financiers pour en réduire l'instabilité ? Comment mettre sur pied des normes de bonne conduite en matière de gestion macroéconomique qui s'imposent effectivement aux pays ? Comment réduire le poids de la finance sur l'industrie ? – tout accord international visant à une amélioration de la gouvernance du capitalisme mondial se heurte à de puissants intérêts :

— il faudrait remettre en cause les stratégies nationales basées sur les forts excédents : celles de la Chine et de l'Allemagne ; ou les forts déficits commerciaux : celles des États-Unis, du Royaume-Uni et de l'Espagne ;

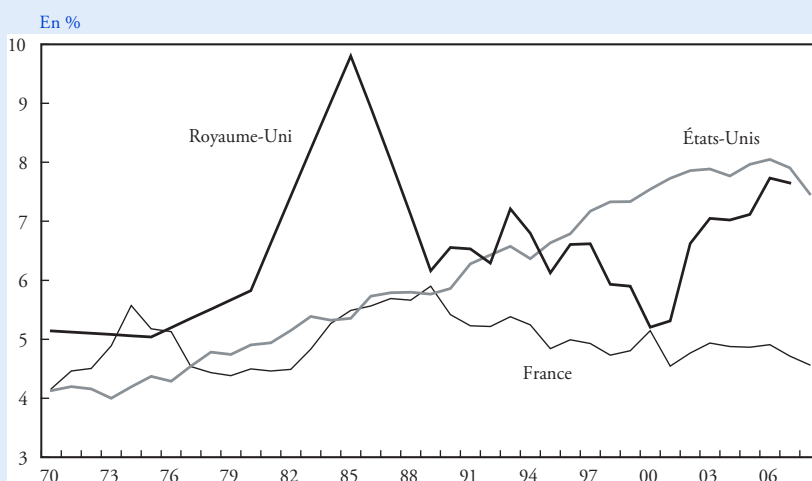
— il faudrait remettre en cause les modèles de croissance tirée par les exportations au détriment de la demande interne comme les modèles de croissance basée sur l'endettement ou la bulle financière et non sur les salaires. Les entreprises devraient moins se préoccuper de valeur actionnariale et plus d'emploi et de production. Ceci suppose une redistribution des revenus et des pouvoirs vers les salariés au détriment des classes dominantes ;

— il faudrait réduire la rentabilité financière et la spéculation. Il faudrait recentrer les banques vers le crédit et limiter le poids des marchés financiers. Mais les pays anglo-saxons (États-Unis, Royaume-Uni) peuvent-ils accepter le déclin des activités financières, sachant que celles-ci représentent plus de 8 % de leur PIB (graphique 1), qu'elles ont fortement soutenu leur croissance depuis 15 ans et qu'elles leur permettent de financer leurs déficit extérieurs ?

Comment organiser la gouvernance mondiale si les pays ont des points de vue et des intérêts divergents ? Comment mettre sur pied des normes de bonne conduite qui s'imposent effectivement aux pays ?

Après cette crise sans précédent, deux stratégies polaires semblent possibles. La première consisterait à atténuer les effets de la crise par des politiques de soutien de l'activité, budgétaire comme monétaire, à venir au secours des banques en difficulté, en maintenant le cap des réformes *structurelles* : la bourse et la finance repartiraient d'elles-mêmes, pour peu que la parenthèse de l'intervention des États fût vite refermée. C'est la plus facile à mettre en œuvre, une sorte de *business as usual* dont la plausibilité peut cependant être mise en doute. Elle revient à interpréter la crise actuelle comme une simple parenthèse, requérant que les principes libéraux soient temporairement remisés – recours aux États – avant d'être ressortis pour une nouvelle séquence de booms et de krachs. La profondeur de la crise actuelle s'oppose à cette vision insouciance du fonctionnement du capitalisme.

Graphique 1 : Part de l'activité d'intermédiation financière dans la valeur ajoutée (en valeur)



Source : Comptabilités nationales.

La seconde stratégie, sociale-démocrate et régulatrice, nécessite que des réformes profondes soient entreprises, visant à une forte réduction du poids des marchés et des institutions financières, au recentrage des banques sur le crédit aux opérations productives, à une réduction de la part des profits et à la réorientation de la production. Mais où sont les forces sociales qui pourront imposer cette stratégie ? La mondialisation a fait des gagnants (qui ne veulent pas la remettre en cause) et des perdants (qui n'en ont guère la possibilité).

Cet article décrit l'ampleur de la globalisation financière et les déséquilibres qu'elle a générés. La crise s'explique d'abord par des déséquilibres macroéconomiques. C'est une crise des stratégies nationales de pression sur les salaires, qu'elles soient compensées par des gains de compétitivité (Chine, Allemagne) ou par le développement de la financiarisation, qui permet d'impulser la consommation des ménages, grâce à la bulle financière. La globalisation financière se traduit par l'accumulation de déséquilibres extérieurs et par l'instabilité des marchés, comme le cas du marché des changes l'illustre. La crise s'explique ensuite par l'hypertrophie du secteur financier, l'avidité des détenteurs de capitaux et l'aventurisme des institutions financières. Des masses énormes de capitaux sont à la recherche d'une rentabilité maximale ; les gestionnaires ne peuvent l'assurer que temporairement par la création de bulles financières qui s'effondrent périodiquement. La crise de 2007-2008 apparaît comme un révélateur : elle montre la faillite des mathématiques financières qui étaient censées permettre d'optimiser les rentabilités, de réduire et de distribuer les risques. Elle montre aussi la stratégie aventureuse des banques qui contournaient les ratios prudentiels et intervenaient massivement sur les marchés financiers. L'article conclut par une discussion critique des projets de réformes du fonctionnement de l'économie mondiale. Ceux-ci devraient concerner tant les stratégies macroéconomiques nationales que la gouvernance mondiale et les marchés financiers.

1. Les déséquilibres macroéconomiques

1.1. Des stratégies nationales en crise

Avec la mondialisation commerciale, tous les systèmes de production nationaux sont mis en concurrence par les firmes multinationales. Celles-ci peuvent choisir leurs lieux d'implantation pour leurs activités de production, de R&D, de distribution comme elles peuvent choisir leurs sièges sociaux et les pays où elles déclareront leurs profits. L'ouverture des économies augmente encore la rentabilité de la stratégie de recherche de compétitivité par compression des salaires. Une partie importante des salariés (les salariés non qualifiés, mais aussi les salariés qualifiés de l'industrie) directement concurrencés par la production des pays à bas salaires, voient leur situation se dégrader (soit par baisse des salaires réels, soit par hausse du chômage). Les écarts de revenus se creusent entre la masse des salariés et les cadres dirigeants des firmes multinationales ou des institutions financières et les titulaires de revenus financiers. Du point de vue macroéconomique, la question fordiste revient : comment garantir une croissance satisfaisante de la demande sans distribuer de salaires ?

La crise remet en question les stratégies de croissance des plus grands pays, ceux que l'on peut considérer comme les gagnants de la mondialisation. Ceux-ci ont choisi deux types de stratégies extrêmement contrastées.

1.1.1. Des stratégies tirées par les gains de compétitivité

Certains pays, comme l'Allemagne et la Chine, ont choisi une croissance tirée par l'extérieur et l'accumulation d'excédents extérieurs, la demande intérieure étant limitée par une croissance des salaires relativement faible. De 2000 à 2005, l'Allemagne a ainsi pratiqué une politique de restriction salariale et de compression de sa demande interne qui lui a permis de connaître une forte amélioration de son solde extérieur. Cependant, cette stratégie a fortement pesé sur sa croissance, sur la croissance de la zone euro et a contribué à creuser des déficits commerciaux parmi ses partenaires de la zone euro, en particulier l'Espagne et la France et, dans une moindre mesure, l'Italie (tableau 2).

Tableau 2 : Traits saillants de la croissance 2000-2007

	Évolution de la part salariale de 2000 à 2007*	Évolution du solde courant de 2000 à 2007*	Croissance annuelle moyenne 2000/2007		
			PIB	Contributions Intérieure	Extérieure
Allemagne	-4,3	+8,5	1,2	0,2	1,0
Espagne	-5,0	-6,0	3,4	4,4	-1,0
France	-0,3	-3,7	1,8	2,3	-0,5
Italie	+1,0	-1,6	1,1	1,3	-0,2
Autriche	-4,9	+5,7	2,2	1,5	0,7
Pays-Bas	-0,5	+2,0	1,9	1,5	0,4
Belgique	-2,2	-0,9	2,0	1,8	0,2
Royaume-Uni	-1,4	-1,4	2,6	3,0	-0,4
États-Unis	-2,5	-1,2	2,3	2,6	-0,3
Japon	-5,8	+2,2	1,5	1,1	0,4

* En points de PIB.

Sources : Commission européenne, calculs des auteurs.

La Chine a connu une croissance particulièrement dynamique, 9,1 % l'an de 1995 à 2007. Durant cette période, son solde courant est passé de 2 milliards à 372 milliards de dollars (soit 11 % de son PIB). La Chine a un taux d'investissement particulièrement élevé (42,6 % du PIB en 2007) et un taux d'épargne encore plus fort (52,8 %) qui provient à la fois de forts profits des entreprises, d'un important excédent budgétaire (qui finance les entreprises publiques) et d'un fort taux d'épargne des ménages, qui ne disposent pas d'un système de protection sociale universel pour la maladie et la retraite.

La Chine justifie la sous-évaluation de sa monnaie et son fort excédent par la nécessité d'une forte croissance, compte tenu de son taux important de chômage caché. On peut schématiser le modèle implicite à ce raisonnement par :

— une équation d'investissement : $I/Y = f(\pi) = g^d$, il faut un certain niveau de profit π pour soutenir l'accumulation au taux désiré, g^d ;

— une équation de consommation : $C/Y = c(1 - k\pi)$, la consommation dépend de la masse salariale $(1 - k\pi)$;

— une équation de solde extérieur : $X/Y = x(\sigma)$, le solde extérieur dépend du taux de change réel, σ ;

L'équilibre du marché des biens : $Y = C + I + X = Y_{pot}$

Le profit requis est déterminé par la première équation ; le salaire est un solde qui détermine la consommation ; il faut un taux de change sous-évalué pour obtenir l'excédent extérieur nécessaire pour équilibrer le marché des biens compte-tenu de la faiblesse de la demande.

L'appréciation du change induirait un déficit de demande. Elle devrait être accompagnée soit d'une hausse des salaires, mais ceci supposerait un système financier plus performant qui permettrait le même investissement avec un profit plus faible, soit du développement de la protection sociale qui permettrait une baisse du taux d'épargne. La Chine pourrait se diriger vers une croissance plus autonome, tirée par sa consommation, avec une nette appréciation du yuan. Ce n'est pas le choix qu'elle a effectué jusqu'à présent.

1.1.2. Des croissances basées sur les bulles financières

Certains pays (les États-Unis, et à un moindre degré le Royaume-Uni), autres gagnants de la mondialisation, ont choisi une croissance caractérisée par le creusement des inégalités et la stagnation des salaires et des revenus de la majorité des ménages (tableaux 3). La consommation des ménages y était impulsée par la hausse de leur endettement et l'illusion de richesse qu'induisaient les bulles financière et immobilière (tableau 4).

L'endettement des ménages américains est passé de 103 % de leur revenu annuel fin 2000 à 142 % fin 2007, soit un apport de 5,6 % du revenu par an ; celui des Britanniques de 117 % fin 2000 à 186 % fin 2007, soit un apport de 10 % du revenu par an. Une telle augmentation n'était pas extrapolable.

Tableau 3a : Évolution du revenu réel des ménages par quintile (85/2005)

En % par an

	Q1	Q2-Q4	Q5
États-Unis	0,5	0,75	1,5
Royaume-Uni	1,55	2,05	2,9
France	0,85	0,6	0,45
Allemagne	0,05	0,85	1,45

Source : OCDE.

Tableau 3b : Rapport inter-décile D9/D1

	1985	2005
États-Unis	5,5	5,9
Royaume-Uni	3,8	4,2
Allemagne	3,0	4,0
France	3,6	3,4

Source : OCDE.

Tableau 3c : Évolution des salaires par décile

France			Allemagne			Royaume-Uni			États-Unis		
Taux de croissance annuel moyen, en pourcentage 2000-2005			Taux de croissance annuel moyen, en pourcentage 1984-2004			Taux de croissance annuel moyen, en pourcentage 1980-2003			Taux de croissance annuel moyen, en pourcentage 1980-2005		
	Hommes	Femmes		Hommes	Femmes		Hommes	Femmes		Hommes	Femmes
P10	1,02	1,14	P10	1,07	1,75	P10	1,24	2,05	P10	-0,65	0,12
P20	0,71	0,93	P20	0,99	1,74	P20	1,24	2,08	P20	-0,52	0,32
P30	0,52	0,72	P30	1,13	1,41	P30	1,35	2,22	P30	-0,42	0,46
P40	0,38	0,43	P40	1,25	1,42	P40	1,50	2,34	P40	-0,30	0,55
P50	0,19	0,26	P50	1,39	1,71	P50	1,67	2,53	P50	-0,24	0,75
P60	0,10	0,16	P60	1,39	1,65	P60	1,82	2,70	P60	0,07	0,93
P70	0,06	0,22	P70	1,44	1,79	P70	1,99	2,90	P70	0,21	1,16
P80	0,07	0,31	P80	1,56	1,72	P80	2,19	3,13	P80	0,49	1,30
P90	0,09	0,47	P90	1,56	1,72	P90	2,54	3,19	P90	0,78	1,51

Source : OCDE.

Le taux d'épargne des ménages anglo-saxons est très faible : 0,8 % en moyenne en 2004-2007 aux États-Unis, -1,5 % au Royaume-Uni, contre 12,3 % en France et 10,6 % en Allemagne (en taux net). Ceci est paradoxal dans la mesure où l'importance de la retraite par capitalisation devrait induire un niveau élevé d'épargne des ménages dans les pays libéraux ; où les pays libéraux ont une répartition plus favorable aux couches les plus favorisées de la population, qui devraient épargner plus ; où, dans les pays sociaux-démocrates, les dépenses publiques et sociales devraient donner une certaine sécurité aux ménages qui pourraient épargner moins. En fait, les pays à système de retraite par capitalisation ont des systèmes financiers développés ; ceci leur permet de distribuer massivement du crédit aux ménages, ce qui permet à ceux-ci de réduire leur taux d'épargne. La sécurité des ménages y est assurée par la proximité du plein emploi et la flexibilité du marché du travail (qui permet aux salariés de retrouver relativement rapidement un emploi) et non par des prestations chômage généreuses et par la rigidité de l'emploi. Le maintien du plein emploi y est donc crucial, ce qui explique l'activisme

permanent de la politique économique (budgétaire comme monétaire). Dans ces pays, les ménages bénéficient, en période de croissance de la bourse, de plus-values financières très importantes.

Tableau 4 : Richesse des ménages (relativement à leur RDB) fin 2006

	Richesse financière nette	Richesse financière	Dette
États-Unis	3,1	4,5	1,4
Royaume-Uni	3,1	4,8	1,7
Japon	4,0	5,3	1,3
Allemagne	2,0	3,0	1,0
France	2,1	3,0	1,0
Italie	3,1	3,8	0,7

Source : OCDE.

Pour soutenir ce modèle, les États-Unis ont maintenu de bas taux d'intérêt qui permettaient la hausse de l'endettement des ménages et faisaient gonfler les prix des actifs financiers comme immobiliers. Le taux d'intérêt réel de court terme (graphique 2) a été nul ou négatif de 2002 à 2005 ; sa hausse en 2006-2007 a provoqué la crise. Les pays anglo-saxons sont donc devant un dilemme : maintenir de bas taux d'intérêt, au risque d'engendrer en permanence des bulles financières ou accepter une insuffisance de la demande.

Graphique 2 : Taux d'intérêt à court terme nominaux et réels aux États-Unis ¹



Sources : Réserve fédérale, BLS.

Les États-Unis (et à un moindre degré le Royaume-Uni) ont donc été frappés par plusieurs chocs macroéconomiques. La mondialisation commerciale entraîne une hausse du taux de profit désiré (puisque les capitalistes peuvent mettre en concurrence les salariés de tous les pays du monde) et une baisse des salaires pour la grande masse des salariés (en raison de la concurrence des pays à bas salaires, cet effet est particulièrement marqué pour les salariés masculins américains, tableau 3c) ; il en résulte une tendance à la baisse de la consommation et de l'investissement (puisque les entreprises peuvent investir à l'étranger) ; en même temps, les flux de capitaux qui se dirigent vers les pays anglo-saxons (qui ont les secteurs financiers les plus efficaces) induisent une tendance à l'appréciation du taux de change, donc une dégradation du solde commercial. Cette tendance dépressive a été contrée par le maintien de taux d'intérêt bas (maintien favorisé par les entrées de capitaux étrangers), par la bulle immobilière et la croissance de l'endettement des ménages (qui nécessitait un certain laxisme du secteur financier qu'on perçoit dans le développement des crédits *subprime* après 2001), par la bulle financière (favorisée par l'efficacité du secteur financier, la croissance de l'endettement et les apports de fonds étrangers). Une telle croissance, basée sur un endettement incontrôlé et des déséquilibres permanents, n'est pas durable.

Une résorption de ces déséquilibres exigerait que les États-Unis et le Royaume-Uni augmentent leur épargne intérieure et laissent le taux de change de leurs monnaies à un bas niveau¹. Ceci n'est possible que si une baisse de la consommation intervient, puisque ces pays étaient au plein emploi en 2007. Cette condition a de bonnes chances d'être satisfaite automatiquement par la baisse de la croissance de l'endettement et la fin des bulles financières et immobilières. En contrepartie, une relance est nécessaire dans d'autres parties du monde. Les solutions de court terme (une forte relance dans les pays anglo-saxons) ne vont pas dans le bon sens pour le moyen terme.

La France n'a pas pratiqué de politique salariale restrictive ; elle a donc souffert de pertes de compétitivité et du creusement de son déficit extérieur. Son système financier est resté archaïque de sorte qu'il n'a pas financé un endettement débridé des ménages. La France a dû maintenir un déficit public relativement élevé. Aucun pays n'a trouvé le secret de la croissance vigoureuse et durable.

Les pays qui basent leur croissance sur la restriction salariale et les excédents extérieurs (Chine, Japon, Allemagne, ...) créent un déficit de demande globale qui doit être compensé. Dans les années d'avant la crise, il l'a été par les déficits publics dans quelques pays, le maintien de bas taux d'intérêt, impulsé par la Réserve fédérale (Fed), et surtout par le développement du crédit privé et par les bulles financières et immobilières. La mondialisation commerciale, la concurrence entre pays, la stratégie des classes dominantes ont fait qu'il ne pouvait l'être par la hausse des salaires. Les États-Unis ont soutenu massivement la croissance ; leur déficit extérieur est une des manifestations de la montée des déséquilibres comme un des remèdes à celle-ci.

1. Si la chute de la livre sterling de 1,5 euro, début 2007, à 1,1 début 2009, va dans le bon sens, la remontée du dollar, de 1 euro = 1,5 dollar en 2008 à 1 euro = 1,3 dollar début 2009, est contreproductive.

L'évolution des années 1995-2007, qui a abouti au creusement de profonds déséquilibres macroéconomiques, n'est pas satisfaisante. Elle supposait que les États-Unis jouent un rôle de *leadership* mondial en termes de croissance, mais ceux-ci semblent aujourd'hui incapables de maintenir ce rôle.

1.2. Des flux de capitaux mal orientés

Avec la globalisation financière, les détenteurs de capitaux peuvent diversifier leurs placements dans les places financières du monde entier, ce qui théoriquement réduit le risque et augmente la rentabilité de leurs portefeuilles. Les PED peuvent importer des capitaux des pays développés. Ils n'ont pas besoin de faire immédiatement un effort d'épargne trop important.

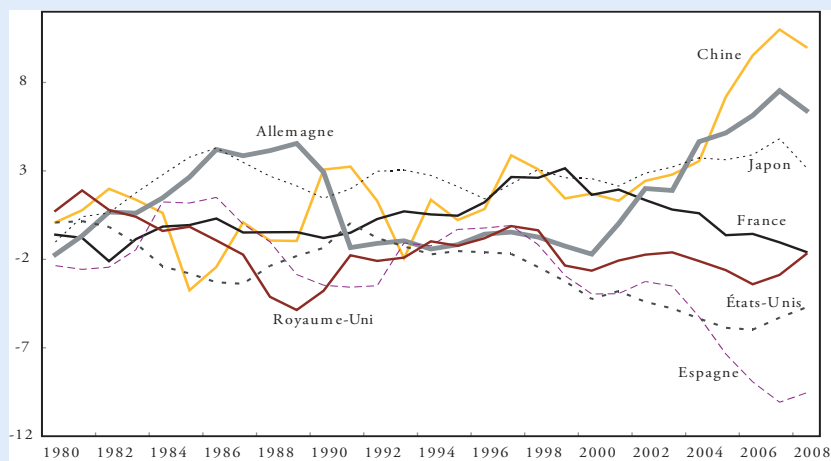
La globalisation financière permet théoriquement des transferts entre pays, les pays vieillissants peuvent placer leur épargne dans les pays plus jeunes, plus productifs. Un des défis importants de l'économie mondiale est celui du vieillissement de la population dans les pays développés. Une des stratégies envisageables serait que ces pays accumulent des excédents extérieurs qu'ils placeraient dans les pays jeunes ; plus tard les revenus des capitaux accumulés leur permettraient de financer une partie de leurs dépenses de retraites ; les pays développés deviendraient rentiers. Toutefois, les sommes à accumuler sont énormes. Pour qu'un pays bénéficie d'une rente perpétuelle de 4 % de son PIB, en supposant un placement rapportant 6 % en termes réels et une croissance de 2 %, il doit avoir accumulé à l'étranger 100 % de son PIB. Des pays comme le Japon ou les Pays-Bas ont réussi à accumuler durablement des excédents importants. Toutefois, les placements dans les PED posent des questions délicates de sécurité, de liquidité, de rentabilité : les placements dans les bourses des pays émergents sont fortement risqués puisque ces bourses sont étroites et particulièrement fluctuantes ; les investissements directs étrangers (IDE) sont moins risqués, mais sont peu liquides ; les crédits aux pays émergents posent la question du risque de change (qui le supporte ?) et du risque de faillite des pays émergents et de leurs entreprises. Les pays émergents devraient accepter de forts déficits aujourd'hui et envisager d'être demain la « vache à lait » des pays riches. Leur capacité d'absorption des capitaux étrangers est limitée. De plus, ces pays préfèrent utiliser leur épargne propre. Aussi, le schéma idéal de la globalisation financière ne se vérifie plus depuis 10 ans.

L'absence de régulation à l'échelle mondiale fait que chaque pays poursuit un objectif de solde courant sans se soucier de l'équilibre mondial. La globalisation financière se traduit par l'accroissement des déséquilibres courants (graphique 3). Certains pays accumulent des excédents. En 2007 (tableau 5), c'est le cas des pays producteurs de pétrole : Moyen-Orient (259 milliards de dollars), Russie (77 milliards), Norvège (62 milliards). C'est aussi le cas des pays qui basent leur croissance sur leurs performances à l'exportation : Japon (211 milliards) et, surtout, Chine (372 milliards de dollars d'excédent).

Dans la zone euro, globalement proche de l'équilibre, les excédents de l'Allemagne et de l'Autriche (264 milliards), obtenus grâce à des politiques salariales restrictives, créent et financent les déficits des pays du Sud (Espagne, Portugal, Grèce, 211 milliards au total). S'y ajoutent les excédents des pays nordiques (Pays-Bas, Suède, Finlande, 116 milliards) qui épargnent pour financer leurs retraites (tableau 5 bis).

Graphique 3 : Soldes courants

En points de PIB



Source : FMI.

Tableau 5 : Solde courant en 2007

	Milliards de dollars	En % du PIB
États-Unis	-731,2	-5,3
Royaume-Uni	-80,7	-2,9
Zone euro	22,0	0,2
Suède-Danemark	42,0	5,1
PECO	-93,0	-8,0
Japon	211,0	4,8
Norvège	62,0	15,9
Suisse	43,1	10,1
Chine	371,8	11,0
Autres Asie	116,0	2,7
Amérique latine	24,0	0,4
Moyen-Orient	258,6	18,5
Afrique	10,7	1,0
Australie/Canada/NZ	-55,0	-2,2
Russie et CEI	70,8	4,2
Turquie	-37,7	-5,8
Total	234,3	0,4

Sources : FMI, Commission européenne.

Tableau 5 bis : Solde courant de l'UE en 2007

	Milliards de dollars	En % du PIB
Luxembourg	6,0	9,8
Pays-Bas	76,2	9,8
Suède	29,7	9,0
Allemagne	252,1	7,6
Finlande	10,0	4,0
Autriche	12,3	3,3
Belgique	11,1	2,4
Danemark	2,2	0,7
République tchèque	-2,5	-1,5
Italie	-37,9	-1,8
France	-73,6	-2,8
Royaume-Uni	-80,8	-2,9
Slovénie	-1,9	-4,0
Pologne	-19,7	-5,1
Slovaquie	-4,2	-5,1
Irlande	-14,1	-5,4
Malte	-0,4	-6,1
Hongrie	-9,0	-6,2
Portugal	-21,6	-9,7
Espagne	-145,5	-10,1
Chypre	-2,5	-11,7
Roumanie	-22,9	-13,5
Grèce	-44,0	-14,0
Lituanie	-5,9	-15,1
Estonie	-3,8	-18,3
Bulgarie	-9,9	-22,5
Lettonie	-6,6	-22,5
Total	-107,3	-0,6

Source : Commission européenne.

Les États-Unis ont un déficit de 5,3 % du PIB qui, par sa masse (731 milliards de dollars) met en péril la stabilité monétaire mondiale puisque celle-ci dépend de la bonne volonté des pays asiatiques et du Moyen-Orient d'absorber des avoirs importants en dollars, mal rémunérés et risqués, alors qu'ils pourraient détenir des euros ou accumuler des actions. À l'aune de cette « bonne volonté », le déficit extérieur américain n'est pas soutenable : depuis 2002, sa contrepartie n'a pas été des investissements directs ou des placements boursiers, mais des placements ne

rapportant que le taux d'intérêt². Aussi, la crise de 2007 avait-elle été annoncée depuis longtemps mais, contrairement aux prévisions, elle n'a pas été provoquée par un mouvement de défiance des prêteurs vis-à-vis des États-Unis mais par l'insolvabilité de certains emprunteurs américains. L'épée de Damoclès de l'endettement extérieur des États-Unis continue de peser sur les perspectives de sorties de crise et sur la viabilité du système financier international.

Le Royaume-Uni connaissait une situation proche de celle des États-Unis. Il finançait un déficit extérieur important (81 milliards de dollars en 2007, soit 2,9 % de son PIB) grâce à sa capacité à attirer les capitaux.

Ainsi, la configuration actuelle des déséquilibres mondiaux n'est pas optimale. Les pays avancés devraient être excédentaires et prêter aux pays en développement, et non l'inverse. Elle s'explique par la mauvaise organisation du système financier mondial. Les détenteurs de capitaux et les institutions financières refusent de s'engager dans des placements productifs, comme les investissements directs, peu liquides et relativement peu rentables, au bénéfice de placements liquides et fortement rémunérateurs. Ceux-ci ne peuvent être obtenus que sur les marchés financiers sophistiqués des pays industrialisés (États-Unis et Royaume-Uni), grâce à des montages financiers reposant sur des bulles spéculatives. Les pays anglo-saxons attirent donc les capitaux, ce qui tend à surévaluer leurs taux de change et à creuser leur déficit commercial. En sens inverse, les pays émergents, échaudés par les crises passées, refusent de dépendre des *esprits animaux* des marchés financiers ; ils sont réticents à maintenir des régimes de change fixe, qui laissent progressivement s'accumuler des déséquilibres insoutenables avant d'offrir des proies faciles à la spéculation ; ils sont réticents à laisser leurs taux de change dériver selon les humeurs des spéculateurs ; ils sont réticents à prendre le risque de devoir recourir au FMI ; ils gèrent leurs taux de change en s'efforçant de le maintenir à un niveau relativement bas et en s'obligeant à être excédentaires. C'est la stratégie actuelle des pays d'Amérique latine et d'Asie en développement (tableau 5). L'Afrique a un solde équilibré.

Les nouveaux pays membres de l'UE et la Turquie sont les seules zones émergentes qui bénéficient d'entrées nettes de capitaux. Celles-ci financent la croissance vigoureuse de ces pays ; en même temps, ces pays connaissent des taux de change relativement surévalués ; leurs croissances sont fragiles puisqu'elles dépendent de la confiance des investisseurs internationaux.

Contrairement aux discours des organismes internationaux, la libéralisation financière n'est pas une condition *sine qua non* de la croissance pour les PED. Elle a

2. Certes, les statistiques ne montrent pas un gonflement de la dette nette des États-Unis et les flux de revenus du capital restent positifs dans la balance des paiements américains. Deux explications peuvent être fournies à ces évolutions paradoxales. La première serait que la rentabilité des placements américains à l'étranger est beaucoup plus forte que celles des placements étrangers aux États-Unis, mais, selon les statistiques américaines, ceci serait essentiellement vrai au niveau des IDE : pourquoi les étrangers investiraient-ils aux États-Unis si c'est pour obtenir une rentabilité médiocre ? La seconde, plus vraisemblable, serait que les statistiques sous-estiment les avoirs étrangers aux États-Unis, les revenus non rapatriés de ces avoirs et donc la dette nette des États-Unis. La situation patrimoniale des États-Unis serait plus dégradée que ne l'indiquent les statistiques.

permis à certains PED d'obtenir à certaines périodes des ressources financières importantes, mais elle a conduit aussi à la crise de la dette et aux crises de change. Dans la période récente, elle a surtout profité aux États-Unis et au Royaume-Uni ; par contre, jadis ou naguère, des pays ont connu de fortes croissances dans des systèmes financiers contrôlés relativement isolés des marchés financiers internationaux : l'Europe dans les Trente Glorieuses, l'Inde et la Chine dans la période récente, la Malaisie pour sortir de la crise des années 1997-1998. Les financements extérieurs ne peuvent durablement compenser la faiblesse de l'épargne intérieure, l'absence d'une classe d'entrepreneurs nationaux dynamiques et la mobilisation des ressources du pays pour la construction des infrastructures et du système éducatif. Les pays émergents peuvent donc conserver des systèmes de change glissants gérés, sans se donner comme objectif de passer aux changes flottants. Ils auront la tâche délicate d'éviter les désalignements durables de compétitivité et les emballements inflationnistes. Par ailleurs, ces pays devraient encourager l'investissement direct et les coopérations entre entreprises en décourageant les entrées de capitaux flottants spéculatifs.

1.3. Des changes désordonnés

La globalisation financière aboutit, dans la logique du libéralisme, à un régime de change flexible, de banques centrales indépendantes et de parfaite liberté des mouvements de capitaux. Depuis la fin du système de Bretton Woods, en mars 1973, il n'existe plus de règles de bonne conduite en matière de taux de change et de solde extérieur. Chaque pays pratique la politique qu'il juge appropriée à ses propres intérêts. Le FMI ne gère plus le système monétaire international. Ce régime constitue-t-il le régime parfait ?

Ce régime présente trois qualités. Il fonctionne automatiquement ; il n'y a plus de crise de change à proprement parler. Chaque pays peut fixer librement sa politique monétaire et la modifier en fonction de l'évolution de sa conjoncture. Chaque pays peut s'endetter facilement ; à l'échelle mondiale, la masse de capitaux qui désire s'investir est telle que la contrainte extérieure est beaucoup moins serrée. Il induit cependant une forte instabilité.

Les taux de change des monnaies principales (dollar, euro, livre sterling et, à un degré moindre, yen) ont été abandonnés aux marchés. Les taux de change devraient donc correspondre aux valeurs fondamentales des devises, pour autant que cette expression ait un sens. Le taux de change devrait se fixer à une valeur correspondant à une trajectoire anticipée par les marchés, qui vérifierait la parité des taux d'intérêt non couverte (PTINC) – le taux de change se fixe à la valeur telle que l'évolution anticipée du taux de change compense les écarts de taux d'intérêt – et qui convergerait vers une valeur d'équilibre du taux de change (qui assure la stabilité des avoirs extérieurs nets par rapport au PIB). Soit :

$$s_{t+1}^a - s_t = r_t - r_t^*$$

$$\text{et : } s_t = p_t - p_t^* + \bar{\sigma} + \sum_{i=t}^{\infty} (r_i^* - r_i)$$

où $\bar{\sigma}$ représente le taux de change réel de long terme.

En fait, l'expérience des changes flexibles depuis 1971 montre qu'en situation de changes flexibles, les taux de change fluctuent de façon excessive (graphiques 4). D'une part, leurs fluctuations apparaissent plus fortes que celles de leurs déterminants potentiels : taux d'inflation, taux d'intérêt, croissance... D'autre part, il n'existe pas de modèle économique permettant de prévoir, ou même d'expliquer de manière satisfaisante l'évolution des taux de change. Enfin, les évolutions ne sont pas anticipées par les marchés.

Ces fluctuations excessives ne sont pas causées par les échanges de marchandises qui sont relativement stables, mais par les flux de capitaux induits par les chocs frappant les économies nationales ou l'économie mondiale (et leurs interprétations par les spéculateurs), par les divergences des politiques économiques et par les changements d'opinions des spéculateurs. Compte tenu de l'absence d'un ancrage pour les anticipations des marchés, nul ne sait quels sont les taux de change d'équilibre de long terme. Les fluctuations du taux de change ont peu d'impact à court terme sur le solde commercial : une partie importante des flux commerciaux sont inertes ; les entreprises exportatrices ou importatrices acceptent, à court terme, des variations de leur taux de marge pour conserver leurs parts de marché. L'influence du solde courant sur le taux de change est durable mais faible ; elle est masquée à court terme par l'influence des flux de capitaux, qui dépendent des anticipations du marché, de sorte que le marché des changes est largement autoréférentiel.

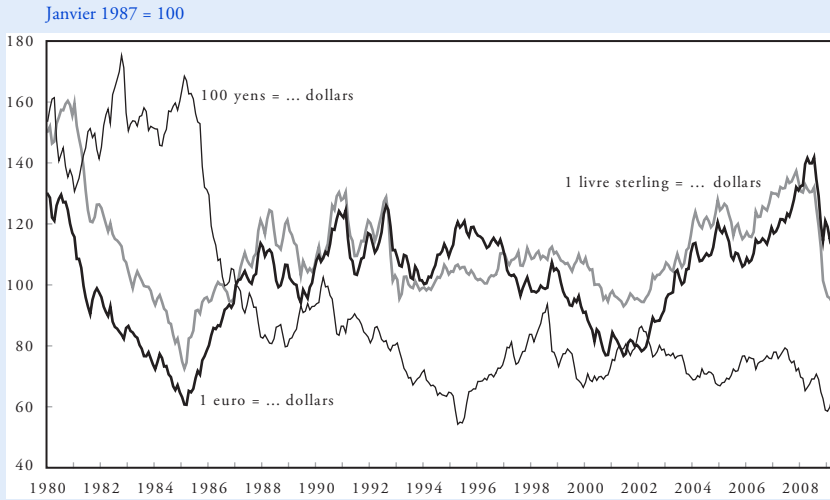
La politique économique est en permanence soumise à l'appréciation des marchés. Mais les pays qui inspirent confiance aux marchés voient les capitaux affluer, ce qui provoque une sur-appréciation de leur taux de change, donc à terme des pertes de compétitivité, un déficit commercial qui provoque, progressivement ou brutalement, une crise de confiance et une chute du change. *C'est la malédiction des politiques vertueuses.*

Lorsque les marchés révisent brutalement leurs scénarios sur l'évolution macroéconomique, ils provoquent de fortes variations des niveaux des taux de change. Ces variations ont de graves conséquences sur la compétitivité et la croissance des différentes zones. Ainsi, les monnaies fluctuent beaucoup plus que les écarts d'inflation et ne contribuent guère à équilibrer les soldes courants. Les changes flexibles ne sont pas le mécanisme stabilisant que prévoyaient leurs partisans. Faut-il laisser les prix les plus fondamentaux à l'échelle mondiale fluctuer ainsi, attribuant au hasard des gains et des pertes de compétitivité ?

Ainsi, à partir de 2002, les marchés ont changé d'opinion sur la situation américaine ; la convention des années 1998-2001 (l'économie américaine est dynamique en raison de la nouvelle économie tandis que l'Europe souffre d'euro-sclérose) a été oubliée tandis que l'inquiétude se polarisait sur le déficit extérieur

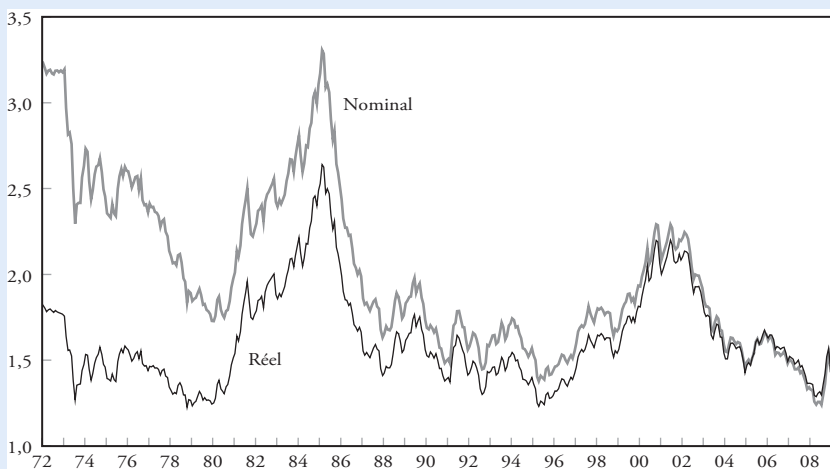
américain qui rendait nécessaire une dépréciation du dollar. Du fait de la crise de 2007-2008, les marchés ont pensé que les États-Unis auraient encore plus de mal à financer leur déficit. Ainsi, le dollar s'est-il déprécié de 0,90 euro en 2001 à 1,25 en 2003-2004, puis 1,35 à la mi-2007 pour atteindre 1,60 euro à la mi-2008.

Graphique 4a : Taux de change : des évolutions désordonnées....



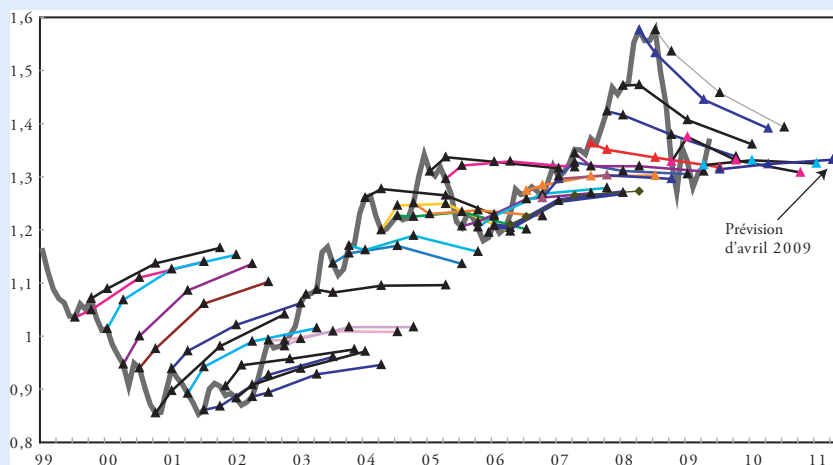
Source : Datastream.

Graphique 4b : Taux de change nominal et réel euro/dollar



Sources : Datastream, calculs des auteurs.

Graphique 5 : Taux de change euro/dollar : Prévisions selon Consensus Economics et réalisations



Source : Consensus Economics.

Ces évolutions ne sont guère anticipées par le marché, que l'on mesure les anticipations par les enquêtes ou par le taux de change à terme. Par exemple, début 2007, un euro valait 1,30 dollar (graphique 5) ; les économistes interrogés par Consensus Economics prévoyaient un euro à 1,31 dollar début 2008, ce qui était d'ailleurs la valeur du taux de change à terme. Début 2008, l'euro valait en fait 1,49 dollar (soit une hausse de 14,6 %). Globalement, le dollar a baissé de 0,88 euro en janvier 2002 à 1,49 euro en janvier 2008. Durant cette période pour un Américain, la rentabilité annuelle d'un placement en dollars a été de 2,8 % l'an ; celle d'un placement en euros de 12,4 % (compte tenu des évolutions de change). Si cette évolution avait été anticipée, le dollar aurait dû s'apprécier fortement dès janvier 2002.

La livre sterling a perdu 14 % de sa valeur par rapport à l'euro de septembre 2007 à avril 2008, puis encore 10 % de septembre à décembre 2008, le marché s'étant brusquement rendu compte qu'elle était surévaluée. Pourtant, début septembre 2007, la livre valait encore 1,47 euro ; le taux de change à terme pour septembre 2008 était à 1,44 euro ; les économistes prévoyaient 1,43 euro ; la valeur effective fut de 1,25 euro : les marchés sont myopes.

Depuis 2005, les opérateurs ont pris l'habitude de s'endetter en yens pour placer en dollars, afin de gagner l'écart entre les taux d'intérêt japonais (proches de 0) et les taux américains proches de 5 %, en oubliant les risques de remontée du yen. Cette stratégie provoque une baisse du yen ; elle est donc doublement rentable puisque les spéculateurs gagnent sur l'écart de taux d'intérêt et sur l'évolution du change

(tableau 6). Elle a induit une baisse du yen de 1 dollar = 103 yens en janvier 2005 à 1 dollar = 124 yens en juillet 2007, soit un gain de 31 % pour les spéculateurs, alors même que le solde courant du Japon était fortement excédentaire et celui des États-Unis déficitaire. Les marchés ont donc provoqué une baisse déstabilisante du yen, qui accentue l'excédent japonais et dégrade encore le solde américain. Ce mouvement ne pouvait être durable ; il s'est retourné brutalement : le yen a brutalement remonté ; 1 dollar valait 93 yens début 2009. Les spéculateurs, du moins ceux qui n'ont pas abandonné cette stratégie à temps, ont perdu 21,5 % en 18 mois. Le Japon va devoir gérer une forte perte de compétitivité.

Tableau 6 : La rentabilité de la stratégie de « yen carry trade »

	1 dollar =..yen	Tx d'int. dollar	Tx d'int. yen	Gain <i>ex post</i>
Janvier 2005	103	2,6	0,1	
Janvier 2006	116 (+12,6 %)	4,45	0,1	15,1 %
Janvier 2007	120 (+3,4 %)	5,3	0,6	7,7 %
Juillet 2007	124 (+3,3 %)	5,3	0,7	8,0 %
Janvier 2008	107 (-13,7 %)	3,8	0,8	-11,4 %
Janvier 2009	93 (-13,1 %)			-10,1 %

Source : calculs des auteurs.

Théoriquement, il existe un taux de change d'équilibre de long terme, celui qui équilibre la balance courante : un pays déficitaire devrait voir sa monnaie se déprécier ; un pays excédentaire sa monnaie s'apprécier. Mais l'équilibre n'est atteint qu'à très long terme. Un pays peut souhaiter accumuler des avoirs à l'étranger (par exemple pour financer ses retraites) ; il doit donc accepter un taux de change temporairement sous-évalué, mais le temporaire peut durer longtemps. Le marché oscille entre la thèse selon laquelle le taux de change rejoindra l'équilibre de long terme et celle selon laquelle il poursuivra sa tendance récente qui éventuellement l'en écarte. Ainsi, il ne réussit pas à prévoir les équilibres de moyen terme ; une partie des fluctuations provient de mouvements spéculatifs qui prolongent une évolution observée ; une autre de renversements soudains et non prévus des flux de capitaux ; une autre enfin de changements brutaux dans les opinions des marchés. Ainsi, en 2008, on a vu le dollar connaître une forte baisse de mars à mai, les marchés estimant que la crise était plus forte aux États-Unis et que la Fed baisserait plus vite ses taux que la BCE, puis une forte remontée, de juillet à octobre, que les observateurs attribuent aux désirs des investisseurs américains de rapatrier leurs capitaux de l'étranger en raison de la hausse de leur aversion au risque et de leur besoin de liquidité.

Par contre, les pays asiatiques pratiquent des politiques de bas taux de change pour soutenir une croissance fragile (Japon), impulser une croissance basée sur les

exportations (Chine et autres nouveaux pays industrialisés) et accumuler des réserves de change, ayant appris de la crise des années 1997-1998 le risque que fait peser sur leurs économies une croissance basée sur des apports nets de capitaux étrangers.

En 1995, la Chine avait fixé son taux de change à 1 dollar pour 8,277 RMB. Elle a maintenu ce niveau jusqu'en juillet 2005. Depuis, elle a laissé son taux de change augmenter lentement jusqu'à 6,85 (+17,2 %). Peut-on reprocher, comme l'ont longtemps fait l'administration Bush et certains économistes américains, à la Chine de manipuler son taux de change, de ne pas le laisser flotter librement ? C'est oublier que rien n'assure que le taux de change fixé par le marché soit satisfaisant. Laisser le taux de change flotter peut aboutir à des fluctuations aberrantes (comment peut-on justifier qu'un euro ait pu valoir 0,85 dollar en 2002, puis 1,55 en 2008 ?), qui seraient profondément déstabilisantes pour un pays dont la stratégie de croissance repose sur les exportations. Dans un monde instable, les pays en développement (PED), aussi avancés soient-ils, ont intérêt à choisir un système de taux de change géré et à défendre la stabilité de leur monnaie par l'accumulation de réserves. Aucune règle de bonne conduite, négociée internationalement ou gérée par le FMI, ne leur interdit cette stratégie. Il est injustifié dans la situation actuelle de non-gouvernance mondiale, de mettre la Chine en accusation pour avoir délibérément mis en application une stratégie de croissance.

La plupart des pays émergents ont choisi une stratégie d'insertion dans l'économie mondiale fondée sur le modèle des pays d'Asie du Sud-Est. À partir du bas prix de la main-d'œuvre, il s'agit d'enclencher un cercle vertueux où les exportations et les entrées de capitaux financent une vigoureuse accumulation du capital qui permet un développement ultérieur de la production et des exportations. Cette stratégie nécessite d'assurer une rentabilité suffisante aux capitaux étrangers. Aussi, la stabilité du taux de change à un bas niveau est-elle cruciale pour garantir la compétitivité et rassurer les investisseurs étrangers. Ce bas niveau du taux de change permet le gonflement des excédents extérieurs et des réserves de change. Il contribue donc à l'accentuation des déséquilibres mondiaux, puisque la contrepartie en est le déficit américain. En même temps, un taux de change trop élevé nuirait à la compétitivité et deviendrait vite non crédible. La surévaluation du taux de change permet d'éviter les éventuelles pressions inflationnistes, mais entraîne progressivement une dégradation du solde commercial qui peut d'abord être considérée comme normale dans un pays en forte croissance ; au départ, le déficit commercial est facilement comblé par les entrées de capitaux jusqu'au moment où les investisseurs étrangers s'inquiètent, ce qui génère un processus auto-validant de crises de change. Le pays menacé n'a pas d'autre choix que d'essayer de soutenir sa monnaie coûte que coûte par des taux d'intérêt élevés – ce qui asphyxie sa croissance et fait gonfler sa dette publique – ou accepter une forte dévaluation – ce qui signifie renoncer pendant un temps plus ou moins long à attirer des capitaux, faire gonfler sa dette externe et courir le risque de s'engager dans une spirale inflation/dévaluation. Dans la mesure où la plupart des pays émergents choisissent un ancrage au dollar, le

système ne fonctionne correctement que si le dollar est faible et si chaque pays réussit à limiter son inflation relativement à l'inflation américaine. L'euro devient alors la variable d'ajustement du système monétaire international et les pays de la zone euro sont les victimes des stratégies de croissance différenciées des États-Unis, d'un côté, et des pays émergents, de l'autre.

En situation de change flexible, la politique monétaire revêt une grande importance, car elle joue par son impact sur les taux de change autant que par son effet sur les conditions de financement. Comme l'action de la politique monétaire passe par le canal du taux de change, elle influence fortement la situation des pays partenaires. Elle pose donc des questions délicates de coordination. Mais aucune coordination des politiques économiques n'est organisée pour faire tendre les taux de change vers des niveaux permettant de juguler les déséquilibres de balances courantes des différents pays du monde. La libéralisation des mouvements de capitaux et l'indépendance des banques centrales avec un rôle actif de la politique monétaire sont incompatibles avec la stabilité des changes. De plus, les autorités monétaires ne savent pas avec certitude quelle sera la conséquence de leurs décisions sur les taux d'intérêt de long terme ou les taux de change.

Le système actuel est donc hétéroclite et bancal. Mais comment le réformer ? Nous sommes devant une alternative sans solution entre des changes gérés collectivement par le FMI, par exemple, qui posent la question des divergences d'intérêt entre pays, et des changes flexibles, qui présentent obligatoirement des fluctuations injustifiées, imprévisibles et souvent déstabilisantes.

2. La globalisation financière

2.1. La rupture de 1980

La globalisation financière est un des phénomènes marquants de l'économie contemporaine. Un vaste marché mondial des capitaux s'est constitué, brassant des sommes de plus en plus importantes. Les gestionnaires de fonds, à la recherche d'une rentabilité maximale, arbitrent entre tous les placements possibles à l'échelle mondiale. Les progrès des NTIC (nouvelles techniques de l'information et de la communication) comme de la finance mathématique ont fait naître de nouveaux instruments financiers et de nouveaux marchés où interviennent de façon de plus en plus sophistiquée des opérateurs qui mêlent des opérations de placement, d'endettement, d'assurance, d'arbitrage et de spéculation.

La finance internationale fournit des placements aux détenteurs de capitaux. Ces placements sont plus ou moins rentables, risqués et liquides. Théoriquement, la rentabilité récompense le risque et l'illiquidité. Elle finance des projets, qui peuvent être des projets productifs comme de pures opérations spéculatives. Elle permet aux agents de s'assurer contre les risques en même temps que l'instabilité financière qu'elle provoque crée de nouveaux risques. Les institutions financières gagnent, ou perdent, de l'argent par des commissions sur les opérations des agents non

financiers, par des opérations d'arbitrage (opérations théoriquement sans risque qui consistent à tirer parti des différences de prix, soit d'un même actif entre deux places, soit entre deux actifs équivalents³) et par des opérations de spéculations (qui consistent à anticiper des hausses ou des baisses de prix d'un actif).

La globalisation financière s'insère dans la mondialisation de l'économie. Les marchés de biens sont de plus en plus intégrés ; les entreprises font des choix de production à l'échelle mondiale. De même, les marchés de capitaux sont devenus internationaux. Mais la globalisation financière est plus poussée puisque la mobilité du capital financier est plus forte que celle des biens et du capital physique.

Ce processus est mal contrôlé puisqu'il s'agit d'un processus mondial, marqué par des innovations continues alors que les autorités de contrôle restent nationales et peinent à adapter la réglementation à ces innovations continues. Les nouveaux produits financiers sont particulièrement opaques. Une partie des transactions passe par des paradis fiscaux et réglementaires comme les îles Caïman, les îles anglo-normandes, ... La réglementation est contournée par les innovations financières. La notation, fournie par les agences de notation, est problématique. Comme l'a montré la crise des *subprime*, nul ne peut évaluer les risques pris par les institutions financières.

Jusqu'au début des années 1980, les économies capitalistes connaissaient un compromis entre capital et travail. Il se caractérisait par une inflation importante et un comportement monopolistique du système financier contraint par les pouvoirs publics : le système financier rémunérait peu les déposants et répercutait ce gain sur les emprunteurs. Aussi les taux d'intérêt nominaux étaient-ils bas et les taux d'intérêt réels, sinon négatifs, du moins inférieurs au taux de croissance. Cette configuration était encouragée par les gouvernements qui y voyaient un moyen de soutenir l'investissement et de financer la dette publique. En raison du contrôle des changes, la politique monétaire nationale pouvait facilement être utilisée à des fins conjoncturelles. Les périodes de déficit public étaient aussi des périodes de bas taux d'intérêt vis-à-vis du taux de croissance ; aussi la dette publique ne pouvait-elle pas faire boule de neige. De même, les entreprises pouvaient avoir de bas taux d'autofinancement. Avec des profits relativement faibles, il était possible de faire beaucoup d'investissement ; l'endettement bancaire permettait de faire jouer l'effet de levier. Le profit était utilisé essentiellement pour investir. Les rentiers étaient spoliés par l'inflation, la faiblesse des dividendes et de la progression de la bourse. La politique économique pouvait facilement maintenir le plein emploi.

Cette période a pris fin en 1980. Le maintien du plein emploi aboutissait à l'inflation et à la croissance de la part des salaires dans la valeur ajoutée, situation défavorable aux détenteurs de capitaux. On a assisté alors à un retour aux fondamentaux du capitalisme. C'est la révolution conservatrice des années 1980 impulsée par Ronald Reagan et Margaret Thatcher. Le capitalisme a été revivifié par

3. En fait, les opérateurs appellent souvent « arbitrage » des opérations consistant à spéculer sur le « retour à la normale » des valeurs relatives de deux actifs, opérations qui sont en fait de la spéculation.

des politiques de dérèglementation et de privatisation. Les actionnaires, les détenteurs du capital financier, ont repris le pouvoir de décision, donc le pouvoir stratégique. L'utilisation de la politique monétaire pour lutter contre l'inflation pratiquée d'abord aux États-Unis s'est propagée en Europe avec la dérèglementation financière et la libéralisation des marchés de capitaux. Ceux-ci ont brisé les monopoles bancaires ; la concurrence des intermédiaires financiers a fait disparaître les ressources à bon marché.

Les détenteurs de capitaux exigent maintenant d'être rémunérés au-delà de l'inflation, tant en dividendes qu'en progression de la bourse. Une part importante des profits doit être reversée aux actionnaires. La globalisation financière permet d'imposer cette exigence. Les banques centrales sont devenues indépendantes (du pouvoir politique, reflet en démocratie de celui des peuples) ; elles doivent garantir une faible inflation, conforme aux intérêts du capital. Les travailleurs sont informés par une communication intensive que toute hausse de salaires jugée excessive obligera la banque centrale à envisager des représailles, par l'augmentation des taux d'intérêt qui, si elle produit une hausse du chômage, affaiblira la position de ces travailleurs et permettra la baisse des salaires réels. Même si les politiques budgétaires restent encore aux mains de gouvernements élus, la banque centrale garantit que les intérêts des détenteurs du capital seront préservés.

La finance internationale a introduit de nouvelles normes auxquelles obéissent les pays développés et de plus en plus les pays émergents : libéralisation des marchés financiers, liberté totale des mouvements de capitaux (y compris vers des paradis fiscaux ou réglementaires), modernisation financière, nouvelles normes comptables. Les pays doivent attirer les détenteurs de capitaux et s'engager à les laisser jouer librement : ils doivent garantir qu'ils n'interviendront pas dans la gestion des entreprises, n'imposeront pas de nouvelles normes (par exemple, de garantie d'emplois ou de réinvestissement des profits). Ils doivent privatiser et déréglementer. Ils doivent réduire leur fiscalité tant sur les entreprises que sur les propriétaires d'entreprises et les cadres supérieurs. Les quatre libertés fondamentales que proclame le Traité instaurant l'Union européenne, la libre circulation des personnes, des marchandises, des services et des capitaux, permettent au capital de fuir (ou de menacer de fuir) les pays ne respectant pas la règle du jeu.

2.2. Les marchés de la globalisation

Le système financier international est un système mondial avec unité de lieu (les places financières sont interconnectées) et de temps (il fonctionne 24 heures sur 24). Les marchés sont aujourd'hui décloisonnés : les intervenants choisissent entre les marchés des différents pays du monde ; entre marchés monétaires, marchés obligataires, marchés des changes, marchés des actions, marchés des matières premières... Les marchés financiers ne servent plus seulement à placer ou à financer : ils servent aussi à des opérations purement spéculatives.

Dans chaque pays, le taux directeur est fixé par la banque centrale en fonction de l'inflation, de l'écart de production et, éventuellement, de l'évolution des cours de bourse ou du taux de change. La banque centrale augmente son taux directeur quand l'inflation est trop forte par rapport à son objectif, quand la production excède la production potentielle, éventuellement quand elle estime que les cours de bourse ont trop augmenté ou que le taux de change s'est trop déprécié. Les titres publics des grands pays sont des titres sans risques⁴. Mais interviennent aussi sur le marché des titres de maturité courte et moyenne les entreprises qui émettent des billets de trésorerie et les banques qui émettent des certificats de dépôts. Ces titres sont plus risqués car le défaut de paiement des entreprises privées est supérieur à celui des États souverains. Ils sont notés par des agences de notation. Une Sicav peut choisir d'en détenir pour augmenter sa rentabilité en courant un certain risque. L'excès de rentabilité dépend à la fois du risque perçu et de l'aversion pour le risque (mais il est difficile de distinguer les deux éléments). La tentation est donc grande pour le gestionnaire d'actifs d'augmenter la rentabilité de son portefeuille en augmentant la part d'actifs risqués.

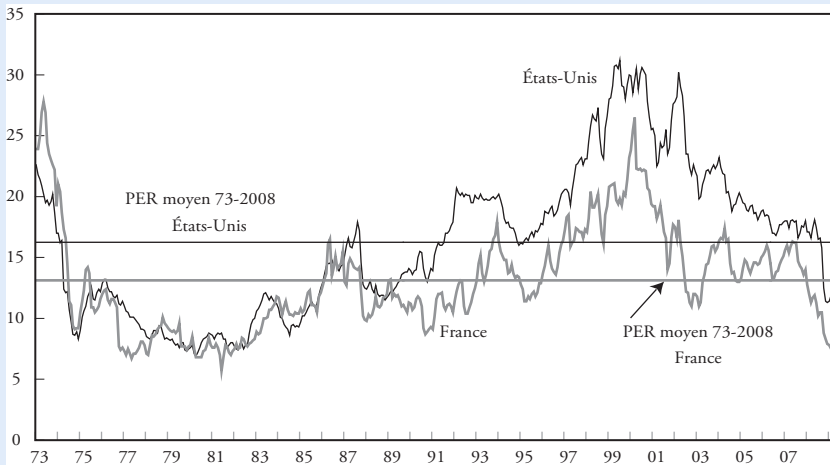
Le marché obligataire regroupe des titres de plus longue maturité. Le taux long dépend des anticipations de taux courts. Il augmente donc quand les marchés anticipent une augmentation de l'inflation, quand la demande s'annonce vigoureuse ou quand la politique monétaire est perçue comme plus rigoureuse. Là aussi, les titres privés sont plus risqués que les titres publics. À rentabilité anticipée équivalente, les agents préfèrent les actifs les plus liquides ; il existe donc une prime pour inciter les agents à prêter à long terme ; cette prime est d'autant plus forte que le taux d'intérêt fluctue ; elle est faible quand l'épargne longue est abondante, quand les fonds de pension ont besoin de titres longs tandis que l'État en émet peu. La politique monétaire agit sur les taux courts, mais son action n'est efficace que si elle réussit à convaincre les marchés et que ceux-ci font évoluer les taux longs dans le sens souhaité par la banque centrale. Ainsi, la banque centrale peut baisser les taux courts pour relancer l'activité ; les marchés financiers peuvent anticiper une hausse de l'inflation et faire monter les taux longs ; l'impact sur l'activité dépendra alors de l'évaluation par les emprunteurs de l'écart entre la hausse constatée des taux longs et la hausse anticipée de l'inflation.

Les actions sont en principe plus rémunératrices que les obligations. Le rapport entre le profit par actions (P) et le cours des actions (C) vaut théoriquement : $P/C = r + \delta$, δ représentant la prime de risque requise par les agents pour prendre le risque de détenir des actions plutôt que des obligations et r le taux d'intérêt réel sur les obligations. Si $r = 2\%$ et $\delta = 6\%$, le PER (C/P , *Price earning ratio*) vaut 12,5. *Ex post*, la rentabilité effective est égale aux dividendes plus l'évolution du titre en bourse. La valeur fondamentale d'un titre (si cette notion a un sens) est difficile à

4. Cette proposition nécessite deux nuances. Elle est vraie en terme nominal et non en terme réel. Si, depuis 1945, aucun pays de l'OCDE n'a fait défaut sur sa dette souveraine, le marché des CDS sur ces titres n'en existe pas moins.

évaluer. La hausse de la valeur des titres génère une hausse de la rentabilité *ex post* que le marché extrapole ; ceci permet la naissance de bulles boursières pendant lesquelles la hausse de la valeur des titres est largement supérieure à celle des profits ; les PER tendent à augmenter : ce fut le cas en France et aux États-Unis de 1995 à 2000 (graphique 6). Au moment où elle a lieu, une telle évolution est justifiée par les opérateurs financiers, soit par la thèse selon laquelle la prime de risque diminue tendanciellement, soit par la thèse selon laquelle le taux d'intérêt réel sera durablement faible, soit par la thèse selon laquelle les profits augmenteront fortement à l'avenir. Ces thèses permettent de justifier toutes les évolutions possibles des cours de bourse. Ainsi, une hausse prolongée des cours de bourse peut expliquer une baisse de la prime de risque qui elle-même explique la hausse. Le problème est cependant que les acquéreurs d'actions des années 1998-1999 se précipitaient en bourse parce qu'ils anticipaient une poursuite de la forte hausse des cours et donc une forte rentabilité, et non pas parce qu'ils se résignaient à la rentabilité faible, qu'aurait annoncé le haut niveau du PER. Ils n'étaient pas conscients du risque effectivement encouru puisque la rentabilité qu'ils anticipaient reposait sur une bulle (l'écart entre la croissance des cours de bourse et du profit) et que les bulles éclatent un jour ou l'autre. Les marchés sont myopes.

Graphique 6 : Évolution des PER en France et aux États-Unis



Source : Datastream.

Autour de ces marchés primaires, se sont développés des marchés dérivés, qui permettent à certains agents de couvrir leurs risques et à d'autres de chercher des gains spéculatifs. Ainsi, sur les marchés de *swaps*, peuvent s'échanger des flux d'intérêt : par exemple, un taux fixe contre un taux variable. Certaines institutions financières peuvent réduire leur exposition au risque de taux en ajustant la structure

de leur passif et de leur actif, tandis que des fonds spéculatifs peuvent parier à la hausse des taux, en prenant des positions courtes sur les taux fixes et longues sur les taux variables.

Les opérateurs peuvent aussi spéculer sur les marchés à terme pour les actifs financiers, les taux de change ou les matières premières. Sur ces derniers marchés, se rencontrent des acheteurs et des vendeurs physiques et des spéculateurs (comme les *hedge funds*, fonds de couverture⁵). Imaginons par exemple que le baril de pétrole est à 100 dollars sur le marché spot ; Air France, craignant une nouvelle hausse, achète 1 million de barils à 110 dollars à une échéance d'un an. Un an plus tard, le baril est à 115 dollars. Air France reçoit 5 millions de dollars perdus par le fonds de couverture. Si le baril est à 100 dollars, Air France doit verser 10 millions de dollars. Si ce sont surtout les acheteurs qui se couvrent, le prix à terme est au-dessus du prix anticipé pour rémunérer les fonds de couverture qui prennent un risque. La rentabilité des *hedge funds* provient donc à la fois de cette prime d'assurance et de leur capacité à mieux prévoir que les autres opérateurs le prix futur. Air France réduit son exposition à la hausse du prix du pétrole, mais court le risque de ne pouvoir bénéficier d'une baisse. Les risques liés aux fluctuations du prix du pétrole sont disséminés sur les marchés, *via* les titres des *hedge funds* et peuvent donc être supportés finalement par des agents qui ont moins la capacité qu'Air France à prévoir les évolutions de ce prix.

Sur les marchés à terme existent aussi des options. Air France peut acheter le droit d'acheter 1 million de barils à 105 dollars dans un an. Il paie ce droit 9 dollars par baril. Si le baril est à 90 dollars, il renonce à son option, il a perdu 9 millions de dollars. Si le pétrole est à 120 dollars, il exerce son option. Il a gagné 11 millions de dollars. L'option garantit à Air France qu'il n'achètera pas son pétrole plus cher que 114 dollars le baril (tableau 7) et qu'il bénéficiera de la baisse si celle-ci est forte. Toutefois, l'opération est coûteuse si seuls les acheteurs se couvrent.

Grâce aux options, les institutions financières peuvent choisir leur exposition au risque et proposer des produits diversifiés à leur clientèle. Par exemple, la banque peut offrir aux clients prudents le choix entre un fonds indexé sur le CAC40 ou un fonds garanti qui permet de bénéficier de la hausse de 50 % du CAC40 avec une garantie de maintien de pouvoir d'achat. Un fonds de couverture prendra le reste. Le tableau 8 montre les gains et les pertes des différents protagonistes de ce montage. Le client qui choisira de garantir son capital aura une rentabilité moyenne, sans risque ; il aurait pu gagner davantage s'il avait pris plus de risque ; le fonds de couverture a une espérance de rentabilité positive alors même qu'il n'a pas investi de capitaux.

5. Au départ, les *hedge funds* intervenaient surtout sur les marchés à terme comme contrepartie à des agents qui voulaient se couvrir, d'où leur nom. Ils interviennent aujourd'hui sur tous les marchés pour fournir une forte rentabilité à leurs clients, nous traduirons leur nom en fonds spéculatifs.

Tableau 7 : Le choix entre la couverture (S) et l'option (O)

	S	Gain S	Option	Gain O	Gain O/S1
90	110	-20	99	-9	11
95	110	-15	104	-9	6
100	110	-10	109	-9	1
105	110	-5	114	-9	-4
110	110 (S)	0	114	-4	-4
115	110	5	114	1	-4
120	110	10	114	6	-4
125	110	15	114	11	-4
130	110	20	114	16	-4

Source : Calculs des auteurs.

Tableau 8 : Partage du risque entre clientèle et fonds de couverture

Probabilité	Cours dans 1 an	Clients prudents	Fonds de couverture
20 %	90	100	-10
20 %	100	100	0
20 %	110	105	5
20 %	120	110	10
20 %	125	112,5	12,5
Espérance de rentabilité	9 %	5,5 %	3,5

Note : Le titre CAC40 vaut initialement 100. Compte tenu des probabilités anticipées de rendement, la rentabilité est de 9 %. La rentabilité du titre avec garanti est de 5,5 %. Le fonds de couverture a une espérance de rentabilité de 3,5 sans avoir à investir des fonds.

Source : Calculs des auteurs.

Le marché des CDS (*credit default swaps*) permet à un détenteur de titres de s'assurer contre les accidents de paiements. Moyennant une prime, le vendeur de protection s'engage à rembourser la perte de l'acheteur en cas d'accident. La prime est, au premier ordre, égale à la différence entre le taux d'intérêt de l'obligation protégée et le taux sans risque. Le vendeur joue donc sur la non-survenance d'accident. Comme les accidents sont très rares, le vendeur est en moyenne gagnant, alors qu'il n'engage pas de capital. Mais le vendeur doit avoir une grande capacité financière pour garantir son engagement. C'est donc une activité *a priori* rentable pour des institutions financières, comme les sociétés d'assurance. L'intérêt de l'opération pour l'acheteur est de transformer un titre risqué en un titre sans risque. Une entreprise ou un pays à risque peuvent donc plus facilement émettre des titres (puisque leurs détenteurs pourront se couvrir). Le paradoxe de l'opération est que le risque d'un accident de paiement est difficilement modélisable et évaluable. En période de bonne conjoncture, il n'y a guère d'accidents ; le coût de la protection est

faible et les vendeurs réalisent des profits importants. En période de dépression, le coût de la protection devient important ; les vendeurs enregistrent des pertes importantes et certains (comme AIG) font faillite et doivent demander l'aide publique. L'existence de CDS favorise, dans une première phase, le développement des crédits puisque les détenteurs pensent qu'ils pourront toujours se couvrir (en oubliant le coût de l'opération) ; dans une seconde phase, elle surenchérit le coût du crédit ; certains fonds peuvent spéculer à la survenance de l'accident (en achetant des protections sans avoir les titres sous-jacents) ou à la hausse de la probabilité de cette survenance (en combinant des CDS sur des périodes différentes). Ainsi, les marchés financiers ont imaginé, depuis le début de la crise, qu'il y avait un risque, que certains pays de la zone euro ne tiennent pas leurs engagements en matière de dettes publiques ; il est donc né un marché des CDS sur les titres publics, marché hautement spéculatif, qui a abouti à creuser l'écart entre les taux d'intérêt dans la zone (tableau 9), alors même qu'il n'y a aucun exemple historique qu'un État de l'OCDE fasse défaut sur sa dette. S'est même constitué un marché des CDS sur la dette publique de l'Allemagne, du Royaume-Uni et des États-Unis, comme si l'établissement financier vendeur était assez solide pour tenir ses engagements dans une situation où ces États ne pourraient tenir les leurs.

Tableau 9 : Taux d'intérêt publics à 10 ans dans la zone euro

	Fin juillet 2007	Mars 2009
Allemagne	4,3	3,00
France	4,4	3,65
Pays-Bas	4,4	3,65
Finlande	4,4	3,80
Autriche	4,4	4,00
Belgique	4,5	4,00
Espagne	4,4	4,05
Italie	4,6	4,45
Portugal	4,6	4,70
Irlande	4,4	5,75
Grèce	4,7	5,90

Source : BCE.

Les spéculateurs, et en particulier les fonds spéculatifs, peuvent combiner ces opérations pour choisir précisément leurs interventions. Par exemple, ils peuvent acheter des actions Renault et vendre des actions Peugeot pour ne spéculer que sur la différence d'évolution de ces deux groupes ; un Français peut acheter l'indice boursier américain en s'endettant en dollars pour spéculer à la hausse de la bourse américaine sans courir de risque de change ; les spéculateurs peuvent spéculer à la baisse de la bourse ou d'une valeur particulière en utilisant des options sur indice ; ils peuvent spéculer à la survenance comme à la non-survenance d'un incident de

paiements d'une entreprise ou d'un État. L'objectif n'est plus d'obtenir une rentabilité satisfaisante pour des capitaux disponibles (fonds propres ou fonds à gérer), mais d'obtenir des gains extraordinaires, le socle initial de capital disponible ne servant que de garantie pour des opérations spéculatives.

Les opérations de placement ou de financement donnent donc l'occasion d'une intense activité rentable et parasitaire. Les activités des agents non financiers deviennent une source de paris et de gains pour les spéculateurs. Ceux-ci tirent profit d'opérations d'arbitrage, de spéculation, d'assurance et de commissions, qui se multiplient avec la sophistication des marchés et la masse de capitaux engagés.

Ce fonctionnement des marchés financiers permet théoriquement de diversifier et de disséminer, donc de réduire, les risques, mais il en crée aussi de nouveaux. Par exemple, interviennent sur le marché boursier, non seulement des détenteurs de capitaux, mais aussi des fonds qui vont placer 10 de fonds qui leur ont été confiés et 90 de fonds empruntés. En période de hausse de la bourse, les banques vont accepter d'augmenter les ratios d'endettement des fonds spéculatifs. Elles vont les réduire fortement en cas de baisse. Ceci contribue à accentuer les fluctuations boursières et crée des risques de faillite des fonds spéculatifs.

Les épargnants ont tendance à se diriger vers les placements dont la rentabilité a été forte dans le passé. Mais cette forte rentabilité peut être le signe d'une bulle financière ou celui d'un fort risque. Premier exemple : un actif vaut 100 ; à la suite d'une rumeur, sa valeur passe à 120 ; les détenteurs ont gagné 20 ; mais ce gain est-il extrapolable ? Ne signale-t-il pas un risque de dégonflement et de perte de 20. Deuxième exemple : les épargnants doivent comparer deux placements : l'un a une rentabilité certaine de 4 % ; l'autre une rentabilité de 6 % (avec 90 % de chance), de -20 % (avec 10 % de chance). Le premier est préférable. Mais c'est le second qui sera choisi sur la base des performances passées dans 90 % des périodes.

2.3. Des masses énormes de capitaux

Le développement des marchés financiers a un double aspect : d'une part, il permet de financer la production à des taux d'intérêt relativement bas ; d'autre part, il réclame une forte rentabilité des capitaux investis. Il génère des instruments de couverture en même temps qu'il provoque des bulles et des instabilités financières.

La finance internationale s'appuie sur le développement des marchés financiers nationaux, qui s'est produit d'abord dans les pays anglo-saxons, puis s'est généralisé à l'échelle mondiale. Les investisseurs institutionnels brassent des masses énormes de capitaux qui proviennent des fonds de pension, des compagnies d'assurance, des organismes de placement collectifs (c'est-à-dire de l'épargne des ménages les plus riches). Les fonds spéculatifs (*hedge funds*), destinés à la clientèle la plus fortunée, visent à la rentabilité maximale quitte à prendre des risques élevés. Les fonds d'investissement (*private equity*), interviennent directement dans la gestion des entreprises. Dans les pays anglo-saxons où la retraite par répartition est insuffisante, les fonds de pension amassent des sommes gigantesques (pour assurer sa retraite par

la seule capitalisation, chaque salarié doit avoir accumulé 10 fois son dernier salaire annuel au moment de sa retraite, ce qui représente globalement 6 fois le PIB) auxquelles ils doivent assurer une rentabilité satisfaisante. À l'échelle mondiale, s'y ajoutent les capitaux des pays producteurs de pétrole (pays arabes, Russie, Norvège), les capitaux des pays vieillissants (Allemagne, Pays-Bas, pays nordiques, Japon) et des nouveaux pays riches, les pays d'Asie en développement rapide (Chine...).

En contrepartie, le plus difficile, paradoxalement, est de trouver des emprunteurs. Ceux-ci peuvent être les États des pays riches (avec des contraintes institutionnelles aux États-Unis, au Royaume-Uni, dans la zone euro), les entreprises (mais celles-ci préfèrent ne pas trop s'endetter), les ménages (dans les pays anglo-saxons en particulier), les pays émergents (mais ceux-ci ne veulent plus dépendre des pays étrangers).

Les gestionnaires de fonds sont en compétition pour attirer les clients qui les évaluent suivant leurs performances de court terme, même s'il s'agit de placements à moyen ou à long terme. Ils sont donc à la recherche continue d'une rentabilité financière maximale, peu compatible avec la rentabilité normale des projets industriels. Cette rentabilité peut être atteinte par des placements réels (placements boursiers en actions), mais aussi par des placements spéculatifs. La limite entre les deux n'est pas facile à définir : les plus-values en bourse peuvent représenter une rentabilité réelle ou une bulle spéculative.

Six contradictions en découlent :

1. Les gestionnaires sont à la recherche perpétuelle de gisements de rentabilités élevées ; ils s'y précipitent en masse tels des moutons de Panurge, faisant monter les prix, ce qui crée des plus-values qui justifient *ex post* l'investissement. Cette hausse est justifiée par des analyses qui prétendent que des innovations radicales (comme la nouvelle économie) vont induire des croissances – globales, sectorielles ou régionales – sans précédent. Ces analyses justifient la poursuite de la croissance des cours, malgré des PER aberrants. À un moment donné le marché s'aperçoit que cette rentabilité est totalement artificielle, qu'elle repose sur une bulle, c'est-à-dire sur une hausse des cours justifiée uniquement par l'anticipation de la poursuite de la hausse des cours. Les gestionnaires de fonds se retirent (il faut savoir sauter en marche), provoquant alors l'effondrement des cours, ce qui justifie leur départ. Ce mécanisme d'engouement et de repli a été constaté en Asie, en 1997, où les capitaux se sont retirés des pays à développement rapide ; puis dans la bulle Internet, qui a explosé en 2001, puis dans la crise des *subprime* en 2007. L'économie réelle vit ainsi dans une ambiance de casino qui masque les rentabilités réelles.

2. La vague d'optimisme induit une hausse de la valeur des actifs, qui entraîne une amélioration des bilans, donc des possibilités d'endettement. La croissance de l'endettement permet une forte croissance qui justifie la hausse de la valeur des actifs. L'économie est entraînée dans une spirale ascendante. Au moment du retournement, les bilans apparaissent fortement dégradés, ce qui oblige à une période d'assainissement par réduction de l'endettement. Mais cette réduction

induit une baisse de la croissance, donc des profits. L'économie est entraînée dans une logique descendante, symétrique de la phase ascendante.

3. La forte rentabilité des fonds s'appuie sur le bas niveau des taux d'intérêt. C'est l'effet de levier. Un fonds doit mixer les capitaux à rentabiliser avec des crédits bancaires. Soit r le taux d'intérêt des crédits bancaires, π la rentabilité du placement, θ le ratio entre le crédit bancaire obtenu et le capital à rentabiliser, la rentabilité du capital à rentabiliser sera :

$$\pi_c = (1 + \theta)\pi - \theta r$$

Par exemple, si $\pi = 8\%$, $r = 4\%$, $\theta = 2$, $\pi_c = 16\%$, l'effet de levier permet de doubler la rentabilité des capitaux à rentabiliser.

La rentabilité du fonds dépend de sa capacité à s'endetter à bas coût, donc de la confiance que lui accorde le système bancaire. Mais sur quoi repose cette confiance ? Le fonds a tendance à s'endetter au maximum pour faire jouer l'effet de levier. La banque suit jusqu'au jour où un accident survient.

4. La forte volatilité des marchés financiers permet une différenciation entre la rentabilité relativement faible assurée *ex post* à la masse des épargnants et la rentabilité exceptionnelle des fonds spéculatifs, dont les gestionnaires sont capables d'anticiper les hausses et surtout les retournements à la baisse des marchés, sont capables de spéculer à la hausse comme à la baisse des cours, à la réussite comme à l'échec des innovations financières. Les fonds spéculatifs bénéficient de l'écart entre les primes de risque et les pertes effectives. En période faste, ils sont fortement rémunérés pour assumer les risques que la masse des épargnants ne veut pas prendre, risques qui ne se matérialisent pas. La plupart des agents n'ont pas la capacité d'analyser avec précision le risque et la rentabilité des placements ; ils sont donc perdants par rapport aux opérateurs spécialisés, qui interviennent dans les fonds spéculatifs. La masse des épargnants est ainsi pillée au profit de la couche la plus riche des capitalistes.

C'est cependant un équilibre fragile puisque les institutions financières peuvent être tentées, dans un processus de concurrence, d'offrir une rentabilité supérieure aux fonds grand public, en leur affectant des gestionnaires de meilleure qualité et en leur faisant prendre plus de risque.

Paradoxalement, la crise vient justifier les primes de risque des périodes fastes. En même temps, faisant apparaître les risques pris par les fonds spéculatifs, elle provoque la ruine de certains et la fuite vers des placements moins risqués des détenteurs de capitaux.

5. Les pays, les entreprises ou les ménages qui bénéficient d'apports importants de fonds extérieurs sont en même temps fragilisés, puisqu'ils deviennent fortement endettés ou fortement dépendants d'actionnaires étrangers : c'est la *malédiction de l'emprunteur*. Les prêteurs recherchent des rentabilités élevées, ce qui fragilise les emprunteurs ; les prêteurs veulent investir des sommes importantes, mais s'inquiètent ensuite de ce que les emprunteurs sont trop endettés : c'est la *malédiction du prêteur*.

6. Les gestionnaires collectent des fonds de plus en plus importants qu'ils cherchent à rentabiliser à des taux élevés. D'un côté, la surabondance d'épargne financière, induite par le vieillissement de la population, l'enrichissement des classes supérieures et les déséquilibres financiers mondiaux, accroît la masse des fonds cherchant à se placer ; de l'autre, la contrainte de rentabilité limite les investissements possibles. Les gestionnaires de fonds font pression sur les entreprises pour qu'elles pratiquent des politiques d'emploi et de salaire rigoureuses et qu'elles limitent leurs investissements aux niches de rentabilité exceptionnelle. La rentabilité industrielle est comparée sans précaution par les marchés à la rentabilité de placements spéculatifs, dont l'incertitude est mal prise en compte. Les rentabilités exigées ne sont souvent obtenues que grâce à des bulles financières (marchés immobiliers, bourses exotiques, crédits risqués) au détriment des placements réels. Aussi, le risque est grand de voir l'économie asphyxiée par des taux de rentabilité requis excessifs. Heureusement, ces taux de rentabilité sont souvent virtuels, puisqu'ils sont obtenus par des plus-values illusoires.

La logique du capitalisme financier est d'accumuler puis de rentabiliser des masses énormes de capitaux. Il est impossible que, durablement, les capitaux aient une rentabilité de 15 %. Comme la masse des profits est réinvestie, les capitaux à rentabiliser, donc les profits requis, augmenteraient au taux de 15 % l'an. Dans un pays où le PIB en valeur augmente au mieux de 5 % l'an, les profits ne peuvent pas durablement croître à 15 % l'an. On retrouve la malédiction marxiste de la suraccumulation du capital : il faut soit une hausse continue de la part des profits dans la valeur ajoutée, mais celle-ci a des limites ; soit une exportation massive de capitaux (mais la capacité d'absorption des pays émergents est limitée et ces pays ne sont pas disposés à être demain la « vache à lait » des capitaux occidentaux) ; soit réduire le capital accumulé par des purges périodiques comme les crises boursières. Le capitalisme financier ne peut connaître une croissance régulière, mais plutôt une alternance de périodes de rentabilités élevées, en grande partie illusoires, et de périodes d'effondrement.

De 2003 à 2007, l'indice SBF 250 a doublé. Pendant la même période, le PIB français a augmenté de 17,5 % et l'EBE des entreprises de 16 %. Les cours boursiers ont augmenté beaucoup plus que les profits. Ceci n'est pas soutenable ; le profit par titre s'est dilué, est devenu de plus en plus faible. La croissance de la bourse est toujours une victoire à la Pyrrhus.

Crises financières et instabilité reposent la question de la domination des intermédiaires financiers sur les marchés boursiers, les taux d'intérêt de long terme et les marchés des changes. Théoriquement, les marchés financiers devraient être efficients et utiliser au mieux toute l'information disponible. Les cours devraient donc correspondre aux fondamentaux et ne varier qu'en fonction de ceux-ci. En fait, le système apparaît instable et aveugle. Les cours fluctuent beaucoup plus que les fondamentaux, que ce soit les cours boursiers ou de change. Ainsi, l'indice du CAC40 avait monté de 2 000 en janvier 1996 à 6 500 en janvier 2000 (soit un rythme de 30 % l'an) ; il a chuté à 3 000 en janvier 2003 (au rythme de -20 % par

an) ; puis est remonté à 6 000 en juillet 2007 (au rythme de 20 % par an) ; avant de rechuter à 3 000 en janvier 2009 (une perte de 50 % en 1 an et demi).

Les variables financières ne semblent pas prévisibles, ce qui pose la question de la spéculation. Pourquoi spéculer sur une variable que l'on ne peut prévoir ? Pourquoi ne pas se contenter de se couvrir ? En fait, la spéculation n'est rentable et pratiquée que lorsque le marché a une idée claire de l'évolution, du *momentum*. Ce consensus se traduit par une évolution durable des cours boursiers ou du taux de change dans un sens précis, mais pas forcément économiquement justifiable ; la fin du consensus induit un retournement des cours, comme on a pu le constater en 2001 ou en 2007 pour les bourses. En période ordinaire, les variables financières peuvent fluctuer au hasard, les spéculateurs désertant le marché. Ce processus ne permet guère aux marchés de déterminer les valeurs fondamentales.

Les marchés financiers ne fonctionnent pas selon le principe de la rationalité parfaite et des anticipations rationnelles. Ils ont tendance à être grégaires ; c'est le règne de la convention : les opérateurs s'accordent provisoirement sur une théorie, comme celle selon laquelle le dollar est fort en raison de la nouvelle économie, ou l'euro est faible à cause de l'euro-sclérose, puis en changeant, le dollar est faible en raison du déficit extérieur américain, l'euro est fort en raison de la stratégie de la BCE. Ceci permet aux opérateurs de réagir tous de la même façon.

Les marchés financiers sont caractérisés par le mimétisme. Il faut faire comme les autres, puisque les autres ont peut-être une information que l'on n'a pas : il est dangereux de s'écarter de la pratique du troupeau même si on sait qu'il a tort. Une institution financière ne peut annoncer à ses clients que les cours de la bourse sont surévalués et leur conseiller de vendre leur portefeuille. Une banque ne peut refuser de faire du crédit logement parce qu'elle estime que les prix de l'immobilier vont chuter. Les opérateurs ont intérêt à suivre le mouvement. Quand la bourse monte, ceci leur permet de gagner avec tout le monde ; quand elle chute, ils ne peuvent être rendus responsables des pertes. Dans une bulle, prévoir un retour à la valeur fondamentale peut être nuisible ; si ce retour ne se produit pas à court terme, l'opérateur risque de perdre des occasions de profit et d'être licencié avant d'avoir raison. Il faut un fort degré de confiance en soi pour aller contre le marché.

Les marchés financiers fonctionnent selon le principe du concours de beauté de Keynes. À court terme, c'est l'opinion majoritaire qui importe et qu'il faut prévoir, plutôt que la valeur fondamentale. Les marchés sont autoréférentiels et auto-validants. Si le bruit court que le dollar va chuter, j'ai intérêt à spéculer à la baisse du dollar, car je sais que mes collègues feront comme moi. Je n'ai pas intérêt à réfléchir aux causes fondamentales qui pourraient justifier ou non cette baisse.

Les marchés fonctionnent avec des précurseurs et des suiveurs. Les précurseurs lancent un mouvement en le justifiant par une *histoire* : par exemple, la bourse va monter car la croissance est durablement assurée par les progrès de la nouvelle économie... Les suiveurs prennent progressivement le train en marche. Ceci fait monter la bourse et attire d'autres suiveurs. Les précurseurs prennent conscience

que les cours ont trop augmenté ; ils se retirent ; la hausse des cours boursiers ralentit puis les cours s'effondrent. Les précurseurs ont gagné au détriment des suiveurs qui jurent qu'on ne les y reprendra plus... Mais ils reviennent quelques années plus tard...

La hausse des prix des actions et des actifs immobiliers permet une croissance bâtie sur la bulle financière. Celle-ci augmente la valeur boursière des entreprises et améliore leurs bilans. Les entreprises obtiennent plus facilement du crédit, ce qui favorise leur investissement (en même temps que des opérations purement financières). De même, les banques voient leur profit augmenter, ce qui les autorise à distribuer plus de crédit. Les ménages sont plus riches et consomment plus sans hausses de salaire et sans déficit public, sans nuire à la compétitivité des entreprises, puisque leur richesse augmente grâce aux plus-values. Ils peuvent financer leurs retraites sans réduire leur consommation. La bulle financière s'accompagne d'un fort effet expansionniste. C'est le miracle des économies anglo-saxonnes. Une couche importante de ménages devient ainsi des capitalistes. Tous ces ménages, toute l'industrie financière et toutes les entreprises ont ainsi intérêt à la hausse perpétuelle des actions et du prix de l'immobilier, donc à la poursuite de la bulle.

Les autorités monétaires sont en permanence placées devant un dilemme : baisser les taux d'intérêt pour soutenir les cours de bourse et l'immobilier avec le risque d'encourager le maintien de cours surévalués ou les augmenter pour faire éclater la bulle au risque de faire chuter l'activité. La politique monétaire est ainsi prise en otage. L'équilibre macroéconomique nécessite que les taux d'intérêt soient bas et que les cours des actifs soit élevés et augmentent, donc que les déséquilibres s'accroissent.

Les financiers anglo-saxons ont imposé la prédominance du marché pour évaluer les valeurs. Mais le marché est particulièrement aveugle et volatil, de sorte que les valeurs de marché n'ont guère de sens économique. Le bas niveau actuel de la bourse n'est pas plus explicable rationnellement que les fortes hausses de naguère. Les marchés financiers sont conduits par des vagues auto-validantes d'optimisme et de pessimisme. Les opérateurs ont intérêt à pousser les cours jusqu'à des niveaux extravagants, pour enregistrer des plus-values, quitte à spéculer à la baisse à la veille du krach. Pourquoi privilégier leur évaluation des entreprises ? La politique économique doit-elle se consacrer à ralentir les booms, puis à réparer les dégâts causés par les krachs et, comme aujourd'hui, à *rassurer* les marchés ?

L'évolution des variables financières est de moins en moins contrôlée par les gouvernements ; de plus en plus dictée par les marchés avec l'irrationalité et la myopie qui les caractérisent. Or il n'y a pas de forces automatiques sur le marché des capitaux qui tendent à faire évoluer le taux de change, les taux d'intérêt ou les cours boursiers vers un niveau correspondant à un équilibre satisfaisant et soutenable. Les marchés financiers n'ont aucune connaissance de l'équilibre macroéconomique.

2.4. Les marchés financiers, la bourse et les entreprises

Le capitalisme financier a repris le pouvoir dans les entreprises au détriment des dirigeants. Ceux-ci ne peuvent plus gérer indépendamment des actionnaires et des gestionnaires de fonds ; ils sont en permanence sous la menace d'une destitution ou d'une OPA hostile, c'est-à-dire de l'action d'un groupe de dirigeants rivaux qui persuadent les actionnaires d'une entreprise qu'ils seront capables de gérer l'entreprise mieux que les dirigeants actuels. Certains groupes financiers se spécialisent dans la mise en œuvre de telle opération. Aussi les dirigeants des entreprises ne peuvent-ils plus avoir d'états d'âme. Ils doivent montrer qu'effectivement ils créent un maximum de valeur pour l'entreprise. Pour cela, les gestionnaires des fonds ont instauré la *corporate governance*, c'est-à-dire la surveillance des dirigeants pour vérifier que leur seul objectif est bien de créer un maximum de valeur pour les actionnaires.

Jadis, l'objectif des dirigeants était proche de celui des travailleurs, c'était d'accroître la taille de l'entreprise, parce qu'ainsi l'emploi était garanti et les possibilités de carrière accrues. Il y avait donc un accord pour que le profit de l'entreprise serve pour développer l'entreprise. À présent, ce n'est plus le cas : les gestionnaires de fonds font pression sur les managers pour qu'ils distribuent le maximum de dividendes ou qu'ils procèdent à des rachats d'actions de manière à ce que le profit revienne aux actionnaires et que ceux-ci puissent choisir l'entreprise dans laquelle ils vont réinvestir. Le but n'est plus de faire grossir l'entreprise coûte que coûte, mais de limiter les investissements aux niches de rentabilité exceptionnelle. L'alliance dirigeants-salariés est rompue. Les dirigeants sont directement sous le contrôle des actionnaires, qui les rémunèrent par des stock-options qui garantissent que les intérêts des dirigeants et des actionnaires coïncident.

Les LBO (acquisition par effet de levier) symbolisent cette toute puissance du capital financier. Il s'agit pour un groupe d'investisseurs d'acheter une entreprise en finançant cette acquisition par un fort endettement, de rembourser celui-ci sur les profits de l'entreprise, tout en la restructurant, puis de la revendre avec une forte plus-value. Une société holding largement financée par endettement est spécialement constituée pour acquérir l'entreprise « cible » dont les excédents de trésorerie sont régulièrement remontés au niveau de la holding *via* des dividendes afin de lui permettre de régler les intérêts de sa dette et de rembourser le capital emprunté. L'opération est rentable en raison des caractéristiques actuelles des économies capitalistes : l'écart entre le taux de profit et le taux d'intérêt (qui fait que l'opération est d'autant plus rentable que le groupe est endetté), la confiance des banques dans certains investisseurs (qui fait qu'elles acceptent de financer à bas taux une opération risquée), la législation de l'impôt sur les sociétés (qui réduit l'impôt des groupes très endettés), la montée générale des cours boursiers, enfin la capacité du groupe à augmenter le profit de l'entreprise, généralement en diminuant les effectifs, les salaires et les avantages sociaux, opération que le vendeur n'était pas capable de réaliser n'ayant pas la capacité de mettre en cause le contrat salarial

implicite qui existait dans l'entreprise. Reste, enfin, à trouver un acquéreur à l'entreprise ainsi restructurée, sachant que celui-ci aura du mal à rééditer une opération similaire. De telles opérations sont possibles uniquement si les taux d'intérêt sont bas et les cours boursiers à la hausse.

Le fonctionnement du système était basé sur la différence entre le taux du marché monétaire, relativement bas, le taux de rendement du capital productif et le taux de rentabilité financière, particulièrement élevé. Un fonds de placement était d'autant plus rentable qu'il utilisait le ratio de levier en combinant le capital de ses clients avec du crédit bancaire à bas taux, donc qu'il était endetté. Les fonds monétaires dynamiques augmentaient leur rentabilité en détenant de plus en plus d'actifs risqués (crédits structurés ou même actions), sans que les clients en soient prévenus. Les banques faisaient des prêts massifs aux fonds d'investissement qui achetaient et restructuraient des entreprises en comptant sur leurs profits et les plus-values de revente pour rembourser les banques et obtenir une forte rentabilité. Le système est ainsi devenu de plus en plus endetté et fragile.

2.5. Les mathématiques financières dans la crise

Le développement des marchés financiers s'est appuyé sur les mathématiques et l'ingénierie financières. Mais celles-ci reposent sur deux hypothèses :

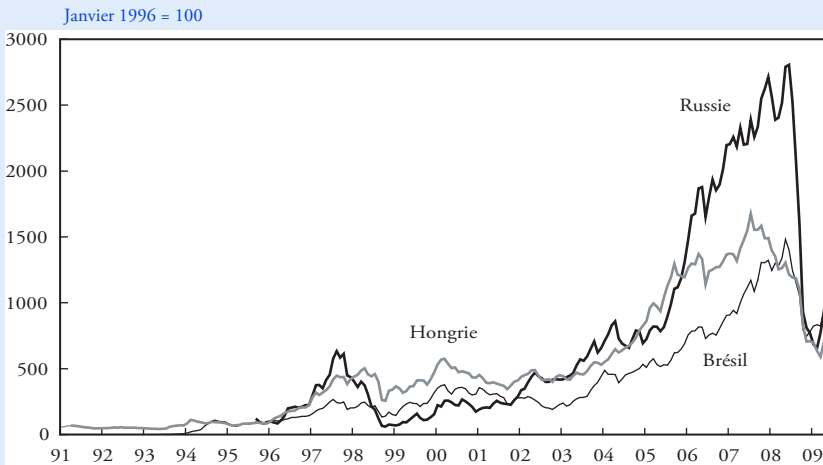
- il est possible d'évaluer la distribution de rentabilité des actifs financiers (rendement, risque, corrélation) à partir de l'expérience des années passées ;
- ces distributions suivent des lois normales.

Ces deux hypothèses n'ont guère de fondement théorique et la crise les a mises à mal. Toute innovation financière conduit à une période de « lune de miel » caractérisée par de forts rendements, qui induisent des bulles et ne sont pas représentatifs de la situation d'équilibre. Or l'histoire financière récente est marquée par de tels épisodes, qu'il s'agisse des prêts aux pays asiatiques, de l'essor des valeurs des nouvelles technologies ou des prêts *subprime*. C'est aussi le cas quand un pays émergent ouvre sa bourse aux capitaux étrangers (graphique 7) : une période de fortes hausses est suivie d'un retour à la normale.

Hyman Minsky a mis en évidence que les marchés financiers connaissent des phases durables d'engouement où le sentiment du risque s'affaiblit, ce qui permet le développement du crédit et la hausse du prix des actifs. Les entreprises surévaluées en bourse obtiennent facilement du crédit ; les ménages semblent riches puisqu'ils détiennent des titres et des logements surévalués ; ceci justifie que les banques leur prêtent. Cette abondance de crédit nourrit une forte demande de biens comme d'actifs : celle-ci provoque de l'inflation et la hausse des cours qui permet la poursuite de la distribution du crédit. Jadis, l'inflation sur le marché des biens était un signal qui incitait la banque centrale à intervenir, mais, dans la période récente, les importations de produits des pays à bas salaires et la pression sur les salaires ont fait que les prix des biens n'ont guère augmenté ; les tensions ont provoqué une hausse du déficit extérieur ; celui-ci, facilement financé, n'incitait pas la banque

centrale à intervenir. À un certain moment, le marché prend conscience de la fragilité de la hausse, ce qui induit une forte chute du prix des actifs. Les ménages et les entreprises apparaissent surendettés puisque les collatéraux ont perdu une grande partie de leur valeur. Les banques refusent de leur prêter et réclament même une baisse de leur endettement. Celle-ci provoque une récession, qui déprime plus encore les cours. Mais cette leçon n'a pas été prise en compte par les mathématiques financières.

Graphique 7 : Les cours de bourse des pays émergents



Source : Datastream.

Le développement du système *originate to distribute* (voir plus bas) a induit une dégradation de la qualité des crédits distribués que les modèles des agences de notation ont été incapables de prendre en compte.

Les distributions de rentabilité ne suivent pas des lois probabilisables. Nous sommes dans le domaine de l'incertitude non-probabilisable et non du risque (pour reprendre la distinction de Knight). On ne peut déduire de l'observation du passé récent la probabilité d'une crise bancaire ou financière ou d'un effondrement boursier.

Les périodes de crise sont caractérisées par une croissance de l'incertitude et un repli vers la liquidité qui entraîne une forte corrélation entre les risques de tous les crédits et les prix de tous les actifs, corrélation que les modèles utilisés ne prenaient pas en compte.

L'ingénierie financière a permis le développement et la valorisation de produits d'assurance (comme les CDS) censés protéger contre des événements que les vendeurs étaient incapables de probabiliser et de compenser, comme l'ont montré les faillites de Lehman Brothers et d'AIG.

Les mathématiques financières, malgré des modèles sophistiqués, ont été incapables d'améliorer la capacité des marchés à prévoir l'évolution des taux de change ou des cours de bourse, à définir des valeurs d'équilibre : les *traders* suivaient la tendance plutôt qu'ils ne spéculaient vers un retour aux valeurs d'équilibre.

Le fonctionnement des marchés repose théoriquement sur l'évaluation de la distribution de probabilité des différents actifs, distribution qui dépend des scénarios macroéconomiques, de caractéristiques spécifiques des actifs, des comportements des autres intervenants et des risques d'asymétrie d'information. Les gestionnaires devraient évaluer cette distribution, puis informer les détenteurs de capitaux des couples rendement/risque des placements. Mais ceci est impossible : les scénarios ne sont pas probabilisables ; la corrélation des actifs change selon la conjoncture ; avec le développement de l'intermédiation financière, les actifs deviennent vite opaques.

Le développement de la finance reposait donc sur des bases théoriques fragiles et ne peut reposer que sur l'expansion aveugle des marchés. Dès que celle-ci cesse, la finance s'effondre.

Les opérateurs sur les marchés financiers reçoivent de fortes primes liées à leurs performances (mais ne supportent pas les pertes). Globalement, ils ont intérêt à l'optimisme et à la hausse de la bourse. Ils bénéficient de la volatilité (qui oblige les agents non financiers à se couvrir).

Compte tenu des masses de capitaux en jeu, les métiers de la finance sont devenus les plus rémunérateurs, attirant ainsi les étudiants les plus performants vers des activités socialement inutiles (voire néfastes) au détriment des activités productrices ou scientifiques. Les revenus des *traders* et des dirigeants des institutions financières augmentent les inégalités sociales, en particulier dans les pays anglo-saxons ; servent de référence pour les exigences des cadres supérieurs des entreprises, les ingénieurs, les médecins et les professeurs ; détruisent progressivement la cohésion sociale et affaiblissent l'État-providence, d'autant plus que la concurrence fiscale impose progressivement de diminuer les impôts qui pèsent sur eux.

Ce n'est pas sans ironie que l'on peut relire aujourd'hui toute la littérature des économistes les plus distingués, des experts de l'OCDE ou de la Commission européenne, détaillant à l'envie les réformes indispensables du marché du travail, la flexibilité requise des salariés et la baisse nécessaire des bas salaires sans que jamais la nécessité de réformes des marchés financiers, de baisse des revenus du capital, de plafonnement des gains de la spéculation et des traitements des *traders* ne soit évoquée.

3. La crise de la finance globalisée

3.1. La titrisation en lune de miel

La globalisation financière avait donc de nombreux points de fragilité. Mais la crise de 2007 n'a pas été induite par une crise du dollar, par une crise boursière ou par une crise globale des produits dérivés. Elle s'est déclenchée à partir du secteur des crédits *subprime*, dont l'effondrement a provoqué celui de tout le système. La crise provient de l'interaction entre la politique monétaire américaine, qui a maintenu des taux relativement bas, les banques américaines, qui ont distribué massivement du crédit à des taux relativement bas sans contrôle sur la qualité du crédit, et les institutions financières qui ont utilisé ces crédits pour réaliser des montages financiers.

La croyance que les modèles statistiques permettaient d'évaluer précisément le risque des crédits a permis le développement de la titrisation. À partir de 1980, les banques, d'abord américaines, puis européennes, ont commencé à pratiquer la titrisation sur une vaste échelle. La titrisation permet de rendre liquide un portefeuille de crédit. D'un côté, les fonds de placement sont à la recherche d'actifs relativement liquides, peu risqués et plus rentables que les titres publics. De l'autre, en raison des ratios de Bâle, les banques doivent immobiliser des fonds propres (8 %) pour garantir leurs crédits. Ce n'est pas le cas des fonds de placement. La titrisation permet aux banques de conserver la tâche de distribuer le crédit tout en confiant le financement à des fonds de placement. C'est le modèle *originate to distribute*.

La banque créait donc un SPV (*Special Purpose Vehicle*) ou SIV (*Special Investment Vehicle*) ou, en français, un FCC (Fonds commun de créances) auquel elle vendait un portefeuille de crédit homogène (crédits d'une certaine durée à un certain type d'entreprises, crédit hypothécaire ménages, crédit hypothécaire entreprises, crédit à la consommation). Ce SPV se finançait en émettant des ensembles structurés de titres gagés sur ce portefeuille. Ces titres (ABS, *Asset Backed Securities*) sont achetés par des fonds de placement, des fonds de pensions, des fonds spéculatifs, etc. Il existe ainsi des CDO (*Collateralized debt obligation*), des RMBS (*Residential Mortgage Backed Securities*) et des CMBS (*Commercial Mortgage Backed Securities*). Mais il est possible de titriser tout flux de revenus : des royalties, des revenus spécifiques...

Pour effectuer ces opérations, les banques prenaient conseil auprès des agences de notation financière (il en existe trois à l'échelle mondiale : Moody's, Standard & Poor's et Fitch Ratings). Celles-ci notaient le produit fini sur une échelle de risque allant de AAA (sécurité maximale), BB (qualité moyenne), C (très risqué), D (en défaut). Les agences de notation étaient payées par l'émetteur et avaient une double casquette (organiser l'opération et juger son risque). Au départ, les agences de notation jugeaient les titres émis par les collectivités locales, puis par les entreprises. Elles évaluaient la capacité de celles-ci à tenir leurs obligations. Elles ont

progressivement étendu leur activité aux ABS sans en avoir vraiment la compétence. Au lieu d'évaluer le risque de défaut d'un emprunteur, il s'agissait dorénavant d'évaluer la distribution de probabilité de défaut d'un ensemble d'emprunteurs, distribution qui dépendait étroitement de l'évolution des taux d'intérêt et de la situation macroéconomique. Il s'agissait aussi de construire à partir d'un portefeuille donné des titres de risques et de rentabilités différents.

En effet, le SPV émet plusieurs catégories d'obligations (tableau 10). Les titres seniors sont notés AAA et sont remboursés en premier. Comme ils supportent peu de risques, la rémunération n'est que légèrement supérieure, de 25 ou de 50 points de base, au Libor, le taux de référence du marché interbancaire. Les titres suivants sont des titres subordonnés. Il existe d'abord des titres, mezzanine ou juniors, notés par exemple BB. Plus risqués, ils peuvent être rémunérés à Libor + 200 points de base. La partie restante, l'*equity*, n'est pas notée. Elle est conservée par le SPV ou par la banque initiatrice ou vendue à un fonds disposé à prendre des risques, comme un *hedge fund*. C'est la plus risquée et donc la plus rentable. Le SPV a intérêt à vendre le plus possible de titres seniors, puis juniors. L'agence de notation lui indique quel est le maximum de titres seniors qu'elle peut émettre en conservant la notation AAA, puis le maximum de titres juniors qu'elle peut émettre, etc.

Tableau 10 : Un exemple de tranchage d'un portefeuille

Remboursement/ probabilité		Tranche A : 80 à 4,5 %		Tranche B : 12 à 6 %		Equity 8	
95	10 %	83,6	4,5	11,4	-5 %	0	
100	10 %	83,6	4,5	12,72	6	3,68	
105	30 %	83,6	4,5	12,72	6	8,68	
110	50 %	83,6	4,5	12,72	6	13,68	
Rentabilité moyenne : 6%		83,6	4,5 %	12,58	4,9 %	9,82	12,3 %

Note : Le taux LIBOR est de 4 %. La banque a effectué un ensemble de crédits : 100 au taux de 8 %

Source : Calculs des auteurs.

Dans ce mécanisme peuvent aussi intervenir des agences de rehaussement (*monoliners*) qui rehaussent la qualité des titres en prenant en charge une partie des risques (en souscrivant une partie des *equity* ou en garantissant certaines pertes). Mais leurs interventions se paient. Des CDS (*Credit Default Swaps*) peuvent également être souscrits pour renforcer la sécurité des titres. Mais cette souscription a un coût.

Quels sont les avantages et les risques de l'opération ?

1) La titrisation est transparente pour les emprunteurs, mais ceux-ci peuvent obtenir plus facilement du crédit. Ce crédit plus facile permet plus d'investissements aux entreprises, plus de crédit logement et plus d'opérations spéculatives (prêts aux LBO). La titrisation est un élément de l'essor du capitalisme financier. Elle favorise

le dynamisme économique. Certes *ex post* une partie des crédits est non-recouvrable mais c'est l'essence du capitalisme de lancer des opérations spéculatives.

2) Les titres les moins risqués, remboursés en priorité, se retrouvent dans le portefeuille de fonds de placement, qui obtiennent ainsi une rentabilité légèrement supérieure à celle des titres publics ; les titres les plus risqués rapportent une forte rentabilité aux fonds spéculatifs ou aux banques elles-mêmes. L'opération permet théoriquement à chaque fonds de choisir son couple risque/rendement. Ceux-ci peuvent obtenir une rentabilité supérieure en prenant plus de risques. Les fonds de placement prennent surtout les tranches peu risquées. Théoriquement, ils peuvent diversifier leurs risques en souscrivant à plusieurs ABS. La titrisation est donc un instrument idéal pour la globalisation financière puisqu'elle fournit des actifs importants pour les fonds qui ne veulent pas prendre de risque et des actifs de masse moins importante pour les fonds qui recherchent une forte rentabilité. Il existe cependant trois problèmes :

- les gestionnaires de fonds sont tentés d'augmenter le risque pris, en se disant qu'ils ont une forte probabilité d'augmenter la rentabilité et une très faible de perdre. La concurrence peut entraîner des risques inconsidérés. Le client ne sait pas exactement quel est le risque pris ;

- le risque est évalué par l'agence de notation. Comme l'a montré la crise des *subprime*, l'évaluation est peu fiable en cas d'innovation financière puisqu'il n'y a guère d'expérience comparable. Le risque n'est plus seulement microéconomique, mais aussi macroéconomique. Il faut juger de l'impact d'une hausse des taux d'intérêt, d'une baisse des prix de l'immobilier et d'une récession ;

- les gestionnaires de fonds n'ont guère de compétence propre, ils font confiance à l'agence de notation. La diversification se traduit par la dissémination des risques. Les actifs ne sont plus transparents, ce qui empêche une diversification optimale.

Le fonctionnement du système aboutit non à une gestion prudente (où chacun évaluerait avec soin les titres et prendrait en compte l'incertitude), mais à des stratégies aventureuses, les agences acceptant d'évaluer des crédits sans historique, les gestionnaires les suivant aveuglément.

3) Les banques peuvent développer leurs activités, en oubliant la contrainte de fonds propres. Le risque de crédit est théoriquement transféré aux marchés. En fait, les banques contournent la législation. Les titres qu'elles conservent sont très risqués ; mais cela n'est pas pris en compte par la législation de Bâle I. Les banques restent engagées dans leurs SPV qu'elles doivent financer et secourir si nécessaire, mais ceci n'est pas pris en compte dans la législation. Elles peuvent faire des crédits à des fonds de couverture, très endettés, qui détiennent les parts risquées de leurs SPV. Il y a une forte ambiguïté sur la responsabilité des banques et sur les risques qu'elles encourent.

4) L'analyse de la qualité du crédit est affaiblie. Les banques n'ont plus la préoccupation première de distribuer chaque crédit à bon escient. Le risque est maintenant transféré aux marchés qui le gèrent par des méthodes statistiques. Les

banques sont moins attentives à la qualité de leurs crédits. Pourtant, théoriquement, celle-ci devrait déterminer la note attribuée par l'agence de notation. Une banque qui distribue du mauvais crédit devrait être pénalisée en ne pouvant émettre que relativement peu de titres seniors. Mais ceci suppose que les agences de notation soient très rigoureuses et suivent en temps réel la qualité des crédits. Un mauvais crédit aujourd'hui peut n'avoir d'impact que plusieurs années après.

5) Tout le montage repose sur la qualité des agences de notation, mais celles-ci sont payées par les émetteurs. Elles n'ont guère la capacité de faire des scénarios macroéconomiques. Une agence trop rigoureuse perdrait ses clients... et ses ressources. Les agences ne peuvent guère évaluer des produits innovants. Elles ne peuvent guère évaluer les changements de politique de crédit d'un organisme financier. Les agences de notation ne tiennent pas compte du problème de la liquidité des produits (qui s'est révélé crucial dans la crise). La crise a montré que les modèles des agences de notation, basés sur le passé, étaient erronés.

6) Ces opérations sont basées sur la capacité des organisations financières à évaluer précisément les risques pris ; les institutions peuvent théoriquement réduire les risques encourus par la diversification de leurs portefeuilles. Mais, en pratique, ce schéma ne fonctionne guère car les actifs perdent de leur transparence dans les arrangements successifs, parce que l'on ne dispose pas de séries suffisamment longues pour évaluer les risques et que jouent des phénomènes d'asymétrie d'information et d'incitations faussées.

Le système aboutit à la dilution des responsabilités : les banques ne font guère d'efforts pour maintenir la qualité de leurs crédits puisque celle-ci ne sera pas prise en compte par les agences de notation ; les agences de notation ne font guère d'effort pour améliorer la pertinence de leur note, puisqu'elles ne sont pas rémunérées par les investisseurs, mais par les émetteurs de crédit ; les gestionnaires de fonds n'ont pas la capacité de refaire le travail des agences de notation et s'estiment couverts dès qu'ils vérifient les normes qu'ils indiquent à leurs clients de n'investir que dans des titres AAA.

7) Durant sa « lune de miel », ce mécanisme fonctionne à merveille. Les banques accroissent leurs crédits ; ceux-ci contribuent au développement des bulles immobilières et boursières ; celles-ci améliorent le bilan des emprunteurs, ménages ou entreprises, qui peuvent rembourser leurs dettes ou en contracter de nouvelles. Les gestionnaires de fonds prennent l'habitude de se fier aux agences de notation et perdent toute capacité à avoir une expertise propre. Le risque est évalué par les agences de notation en fonction de modèles testés sur le passé. À la suite d'une innovation financière, le nouveau produit peut être classé comme sans risque, puisque sa valeur a toujours été assurée. Mais cette phase n'est pas représentative des risques encourus. Ceux-ci ne sont pas microéconomiques et probabilisables, mais macroéconomiques et systémiques. Les modèles, calibrés sur la période de « lune de miel », ne tiennent pas compte de l'incertitude fondamentale, qui provient de la dégradation de la qualité du crédit distribué, des variations des taux d'intérêt, des fluctuations des cours boursiers et des prix immobiliers. Quand la crise intervient,

les taux de non-remboursement grimpent sans commune mesure avec les estimations des modèles ; les actifs les plus risqués perdent toute valeur ; les titres *sans risque* subissent des pertes ; le caractère factice de l'évaluation des agences de notation apparaît ; tous les actifs adossés à des crédits structurés sont fortement dévalorisés ; les FCC et les rehausseurs de crédit supportent de lourdes pertes qui reviennent dans le portefeuille des banques.

Les banques ont des missions particulières, comme celle d'assurer le fonctionnement du système des paiements. Elles bénéficient de privilèges : la garantie des dépôts et l'accès au refinancement de la banque centrale. En contrepartie, elles doivent respecter des ratios de solvabilité, comme le ratio Cooke qui leur impose d'avoir des fonds propres supérieurs à 8 % du crédit financé. Mais les banques se sont employées à contourner la législation en développant les engagements hors-bilan. En titrisant leurs crédits, elles font des économies de fonds propres, même si elles (ou leurs FCC) portent toujours les titres les plus risqués. En raison de la concurrence, les marges sur les crédits aux particuliers et aux entreprises sont devenues faibles ; aussi, les banques sont-elles intervenues sur les marchés financiers, où elles ont réalisé une part croissante de leurs profits ; certaines banques européennes particulièrement aventureuses (comme Dexia, Natixis, le Crédit Agricole) se sont engagées sur le marché des CDS ou ont acquis des rehausseurs de crédit américains, augmentant aveuglément leur exposition aux risques. En période de crise, les banques sont obligées de rapatrier les titres risqués détenus par leurs FCC et d'enregistrer de lourdes pertes ; les pertes liées aux CDS et aux rehausseurs de crédit comme les moins-values boursières font disparaître les fonds propres requis pour garantir les crédits. Que les banques contournaient les ratios de solvabilité apparaît alors au grand jour.

3.2. Ce que la crise a révélé...

Le développement des *subprime* aux États-Unis a mis en lumière tous les risques de la titrisation. Les *subprime* étaient des prêts à des ménages incapables d'accéder à des prêts normaux (les *prime rates*). Ces ménages n'ont pas des revenus suffisants ou stables ou ont eu des accidents de paiements. Certaines institutions financières américaines ont découvert qu'il était cependant possible de leur prêter en prenant comme gage la valeur de leur logement. Le prêteur est garanti par la valeur du logement qui augmente au cours du temps. Si l'emprunteur ne peut pas rembourser, il est possible de revendre son logement. Le système fonctionne tant que le prix des logements augmente plus vite que le taux d'intérêt.

Le prêt est favorisé par des *teaser rates* : les premières années, l'emprunteur bénéficie d'un taux faible (parfois avec amortissement négatif) ; ensuite le taux est indexé sur les taux de marché avec une importante prime de risque. Enfin, les *subprime* ont été favorisés par la faiblesse des taux d'intérêt aux États-Unis après le 11 septembre 2001. Jusqu'à la mi-2004, les taux courts sont inférieurs à 1 %. Ils remontent ensuite jusqu'à 5,25 % début 2006.

Les banques américaines se sont donc précipitées sur ce nouveau gisement de placements rentables : le prêt à taux élevé à des ménages peu solvables, les taux élevés assuraient la rentabilité du prêt tandis que la contrepartie de ces taux élevés – le risque de non-remboursement – était masquée par la hausse des prix du marché immobilier et la faiblesse des mensualités durant les premières années du prêt. Cette rentabilité élevée était un leurre qui n'a pas résisté au retour à la normale des taux d'intérêt, au ralentissement du prix de l'immobilier et à l'élévation des mensualités.

L'essor des *subprime* a favorisé la bulle immobilière, qui rendait moins risqués les *subprime*. Des courtiers se sont spécialisés dans la distribution de crédit aux ménages pauvres. Rémunérés à la commission, ils étaient peu regardants sur la capacité de remboursement des emprunteurs. Les banques ont été peu vigilantes pour des produits destinés à être titrisés.

Les agences de notation n'ont pas eu la vigilance nécessaire. Elles ont accepté de noter AAA des titres basés sur des portefeuilles de crédits *subprime*, sans mesurer le risque lié à la hausse des taux d'intérêt et à la fin de la bulle immobilière. Des banques ont mélangé des crédits *subprime* à d'autres types de crédit, pour obtenir des portefeuilles plus diversifiés et donc théoriquement moins risqués, ce qui a ajouté à l'opacité.

À partir de 2006, les taux d'intérêt remontent ; pour de nombreux emprunteurs, c'est la fin de la période de *teaser rate*, les mensualités à payer augmentent fortement. En même temps, les prix de l'immobilier commencent à chuter (-20 % dans certaines régions). Certains emprunteurs ne peuvent plus payer (entre 15 et 20 % de taux de non-remboursement). Le prix des logements devient inférieur à la valeur du prêt. Les emprunteurs n'ont plus intérêt à rembourser d'autant que la législation américaine les autorise à laisser leur logement à la banque en étant quitte de toute dette. Les banques doivent mettre en vente les logements des emprunteurs insolvable, ce qui accélère la baisse des prix, ce qui fragilise plus encore la situation financière des emprunteurs. Progressivement, les défaillances atteignent les tranches juniors, puis seniors des crédits structurés. Les organismes spécialisés, les *monoliners*, sont mis en difficulté.

La crise des *subprime* jette le doute sur tous les actifs de titrisation, soupçonnés de contenir des crédits *subprime* ou d'être couverts par des *monoliners* défaillants. Le risque attribué aux actifs titrisés est massivement réévalué. Ceci oblige les fonds de pensions à ne plus en détenir (car ils perdent la notation AAA). Leur vente massive diminue encore leur valeur. Les modèles mathématiques utilisés pour évaluer leur valeur les dévalorisent également, car ils doivent incorporer maintenant un risque et une aversion sur le risque beaucoup plus forts. Dans certains cas, les actifs ne sont plus ni vendables, ni évaluable.

Les SICAV monétaires dynamiques sont atteintes puisqu'elles détenaient des actifs titrisés. Les fonds de placement perdent de leur valeur. Certains ne peuvent plus être cotés. Ils doivent liquider leurs positions devant la fuite des clients. De même, les fonds spéculatifs sont fortement touchés.

Les banques sont touchées puisqu'elles sont les propriétaires des SPV et qu'elles ont massivement prêté aux SPV et aux fonds spéculatifs. Les banques sont garantes des SPV qu'elles ont initiées. Mais nul ne sait combien chaque banque a perdu. La crise de liquidité est renforcée par l'asymétrie d'information entre banques, qui sont réticentes à se prêter entre elles.

La crise montre toute la faiblesse des modèles financiers, qui n'intégraient pas la possibilité de crises financières, de doutes généralisés sur la valeur des actifs, de crises de liquidité.

Les banques annoncent des résultats en forte baisse en raison :

- de pertes directes sur les crédits *subprime* ;
- de dépréciations d'actifs titrisés (la valeur des actifs financiers de type RMBS, CDO inscrite dans les comptes, mesurée à la valeur de marché ou à la valeur estimée par les modèles, a fortement baissé) ;
- de la réintégration dans leurs bilans d'engagements hors-bilan ;
- des pertes sur les marchés financiers ;
- d'un net ralentissement des activités de banque d'affaires et de marché qui avaient été les moteurs des bénéfices des années précédentes (titrisation, financement des LBO et des fonds spéculatifs, fusion-acquisition, gestion d'actifs, etc.).

Les banques sont contraintes à la fois de déclarer ces pertes et de réintégrer des crédits dans leur bilan. Leur ratio, crédit/fonds propres, est fortement dégradé, ce qui nuit à leur capacité de prêter.

La bourse est prise dans un cercle vicieux à la baisse. Les détenteurs de capitaux veulent se retirer du marché boursier où ils ont enregistré des pertes ; ceci contraint les fonds à vendre en catastrophe pour pouvoir les rembourser ; ceci accentue la chute.

De manière symétrique à l'effet expansionniste de la bulle financière, la crise provoque un cercle vicieux de dégradation des valeurs boursières, qui pèse sur l'activité, ce qui renforce la chute de la bourse. Autre cercle vicieux, les pertes bancaires nuisent à la capacité des banques de prêter, ce qui fragilise la croissance et favorise la chute de la bourse.

La croissance du risque perçu et celle de l'aversion pour le risque font que les banques demandent aux fonds spéculatifs de réduire leur endettement en même temps que leurs clients demandent à retirer leurs fonds. La bourse chute sans filet de sécurité : il n'y a pas de valeur fondamentale qui peut servir de base à un rebond. La baisse du PER peut être justifiée par la hausse de l'aversion pour le risque, par la hausse du risque perçu comme par la dégradation des perspectives de profit.

La répercussion de la crise a été affectée par le *pricing to market*, le *pricing to model* et les normes IFRS, qui obligent à enregistrer immédiatement les pertes sur les actifs financiers (*fair value*). En situation de forte incertitude, les actifs financiers sont fortement dépréciés sur les marchés, ce qui oblige à introduire une forte aversion

pour le risque dans les modèles et tend à déprécier fortement les actifs. Les banques sont contraintes d'utiliser ces valeurs dépréciées dans leur bilan, même si elles estiment que les actifs valent plus que ce qu'indiquent le marché ou les modèles.

En avril 2009, le FMI estimait le coût de la crise pour les systèmes financiers à 4 000 milliards de dollars. Ces pertes sont réparties à l'échelle mondiale puisque des banques européennes, des fonds de placement ou des fonds de pension européens ont massivement investi aux États-Unis, soit en achetant des crédits titrisés, soit en devenant actionnaires d'institutions financières américaines. Certaines banques européennes sont en difficulté : Fortis et RBS qui n'avaient pas digéré l'achat d'Amro ; Dexia qui avait acquis un rehausseur de crédit américain, FSA ; Natixis qui avait acquis CFG ; le Crédit Agricole a fait de lourdes pertes sur Calyon. La diversification compense-t-elle le risque d'asymétrie d'information que l'on court quand on investit loin de ses bases ? La crise met en évidence l'aventurisme des banquiers qui, avant 2007, délaissaient leur métier pour chercher des gains illusoireaux États-Unis.

Les crises financières se traduisent par une forte baisse de la valeur des actifs financiers détenus par les fonds de placement et les ménages, ce qui freine la consommation, particulièrement dans les pays anglo-saxons. Elles provoquent une dégradation du bilan des entreprises, ce qui nuit à l'investissement, et du bilan des banques, ce qui nuit à leur capacité de prêter. Dans la finance globalisée, les résultats des banques sont étroitement connectés aux résultats des marchés financiers, parce qu'elles détiennent des titres (directement ou par l'entremise de fonds communs de placement) et des sociétés financières, parce qu'elles financent des fonds spéculatifs et prennent elles-mêmes des positions à risque. Les banques sont également affectées par la récession économique qui augmente le nombre de faillites d'entreprises et de crédits non remboursés. Les banques transmettent ainsi la crise au lieu de contribuer à en réduire la propagation.

Les autorités (banque centrale ou gouvernement) doivent à la fois éviter la crise systémique (la faillite d'un établissement financier mettrait tous les autres en péril) et restaurer la capacité du système bancaire à prêter tout en faisant payer la crise aux établissements aventureux (actionnaires, dirigeants). Sinon, ceci créerait un cas d'aléa de moralité : les banques pourraient prendre n'importe quel risque puisque les autorités viendraient à leur secours en cas de problème. En septembre 2008, la Fed a accepté, malencontreusement, la faillite d'une banque d'investissement, Lehman Brothers. Il s'agissait de faire un exemple, de montrer que la Fed ne sauvait pas systématiquement toutes les banques. Le résultat fut catastrophique. Les pertes qui en résultèrent et surtout l'incertitude ont fragilisé encore plus l'ensemble des banques mondiales.

La crise a entraîné une forte chute des cours boursiers : de l'ordre de 40 % aux États-Unis et au Royaume-Uni de juillet 2007 à janvier 2009 et de 50 % en France. Cette chute s'est effectuée en deux périodes : une dérive à la baisse continue d'août 2007 à septembre 2008, puis une forte chute en septembre-octobre 2008 à la suite de la faillite de Lehman Brothers et de la prise de conscience de la profondeur

de la récession mondiale. Le PER global des actions française est passé de 18 en juillet 2007 à 8 en janvier 2009 ; aux États-Unis, le PER est passé de 17 à 10,5. Cette baisse reflète la dégradation des perspectives de croissance et l'augmentation du risque perçu.

À l'échelle mondiale, la capitalisation boursière est passée de 57 000 milliards de dollars en juin 2007 à 31 000 en janvier 2009, soit une perte de l'ordre de 26 000 milliards de dollars (38 % du PIB mondial annuel), ce chiffre témoigne aussi de la taille de la bulle financière qui s'est ainsi dégonflée.

La prime de risque a augmenté. L'écart entre le taux aux entreprises et le taux public s'est fortement creusé. Ainsi, l'écart entre le taux aux entreprises et le taux à l'État est passé aux États-Unis, pour les entreprises cotés A, de 0,8 point en juillet 2006 à 3,05 points en janvier 2009. Pour celles cotées B, de 1,7 à 6,45 points (tableau 11).

Tableau 11 : Prime de risques aux États-Unis

En points

	Taux privé A- taux public	Taux privé B- taux public
Juillet 2006	0,8	1,7
Janvier 2007	0,65	1,6
Juillet 2007	0,8	1,7
Janvier 2008	2,0	3,6
Juillet 2008	2,1	3,55
Janvier 2009	3,05	6,45
Mai 2009	2,75	5,25

Source : Fed.

La crise de 2007/2008 apparaît ainsi comme l'envers de la croissance induite par la globalisation financière de 1995 à 2006. On peut l'interpréter de trois façons, qui conditionnent les réformes qu'il faudra envisager :

— soit comme une crise normale caractéristique de la finance globalisée. Celle-ci induirait en permanence des phases de boom réel porté par des bulles et des phases de krach. Il convient alors d'attendre l'inéluctable rebond ;

— soit comme une crise de croissance. Des excès et des erreurs ont été commis. Il faut des réformes modérées pour améliorer la gouvernance des marchés financiers et repartir sur des bases plus saines ;

— soit comme un coup d'arrêt. La crise a détruit les fondements théoriques de la finance. Les détenteurs de capitaux ont pris conscience du caractère illusoire des rendements promis. On ne peut plus compter sur la montée de l'endettement et les bulles pour impulser la croissance. Il faut changer de régime de croissance. Mais ceci impose de trouver des nouvelles régulations, tant au niveau international qu'à celui de la gouvernance des entreprises.

Les crises devraient faire prendre conscience des rentabilités effectives et des risques aux épargnants et aux marchés financiers ; mais la crise de 2000-2001 n'a pas réussi à dégonfler l'activité des fonds spéculatifs, qui accroissent les risques qu'ils sont censés couvrir. Tirera-t-on les leçons de la crise de 2007 ?

4. Les stratégies de sortie de crise

La récession dans laquelle l'économie mondiale a plongé en 2008-2009 nécessite un important soutien monétaire et budgétaire, mais la reprise d'une croissance soutenue suppose aussi que soit défini un nouveau sentier de croissance basé sur de nouvelles stratégies économiques pour les grandes zones de la planète. Il faut remettre le système financier et bancaire en état de marche. Mais, là aussi, se pose la question d'un nouveau fonctionnement de la finance.

Le fait est qu'il y a parfois des contradictions entre les politiques de soutien de court terme à l'activité et les préoccupations structurelles. La relance plaide pour laisser durablement des taux d'intérêt bas et secourir massivement les banques afin qu'elles puissent rapidement distribuer du crédit ; la réforme plaide pour éviter le retour des bulles financières, donc pour un contrôle plus strict du crédit. La relance plaide pour une action uniforme, mais la réforme requiert des actions différenciées. Il n'est pas scandaleux de réclamer des mesures de relance plus marquées aux pays qui accumulaient de forts excédents ; il faut des relances salariales pour impulser la consommation en Allemagne et en Chine. Certes, rien ne serait pire que des mesures protectionnistes où chaque pays fermerait son marché intérieur. Mais il n'est pas choquant de penser que les pays qui avaient des déficits extérieurs insoutenables (États-Unis, Royaume-Uni) laissent leur taux de change se déprécier tandis que les pays excédentaires (comme la Chine) acceptent une nette appréciation ; à l'avenir, la croissance des pays émergents devra reposer plus sur la demande intérieure que sur les exportations ; enfin, il n'est pas scandaleux que les pays prennent des mesures d'aide sectorielle pour maintenir leurs industries en difficulté et favoriser les changements techniques vers des méthodes de production et des produits plus économes en énergie et en dégâts environnementaux.

Dans l'idéal, les politiques devraient être étroitement coordonnées pour éviter que certains pays n'aient la tentation de jouer les passagers clandestins (profiter de la relance des partenaires), pour éviter les stratégies nuisibles aux autres pays (dévaluation, protectionnisme), pour définir une stratégie de long terme (en particulier pour le système financier et pour la fiscalité), mais la coordination risque de prendre du temps.

4.1. Des politiques monétaires expansionnistes...

Les banques centrales ont réagi à la crise en baissant fortement leur taux d'intérêt directeur : 0,1 % pour la Banque du Japon, 0 à 0,25 % pour la Fed, de 0,5 % pour la Banque d'Angleterre, 1 % pour la BCE. Elles ont apporté massivement des

liquidités au secteur bancaire. Elles se sont déclarées disposées à recourir, si nécessaire, à des moyens non conventionnels, c'est-à-dire à accepter en pension des titres de moins bonne qualité et à intervenir si nécessaire en achetant des titres de longue durée.

Toutefois, en période de crise, la politique monétaire trouve vite ses limites. Bien que bas, les taux restent forts relativement à la croissance et à l'inflation, d'autant que l'écart s'est creusé entre le taux de l'argent au jour le jour et le coût du crédit. Début 2009, le taux du crédit le plus sûr était de 3,25 % aux États-Unis pour une baisse du PIB en valeur attendue à 2 % en 2009. Pour la France, le coût du crédit de trésorerie était de 5,1 % fin 2008 pour une baisse du PIB en valeur attendue également à -2 % en 2009. L'endettement est toujours coûteux pour des entreprises qui anticipent une baisse des prix et de l'activité. L'incertitude sur les perspectives économiques décourage les entreprises et les ménages d'emprunter et les banques de prêter. Les banques centrales sont devant un choix délicat : faut-il maintenir durablement de très bas taux d'intérêt pour faire repartir les bulles mobilières et immobilières et ainsi redonner de la richesse fictive aux entreprises et aux ménages ?

4.2. Quelle relance budgétaire ?

Selon la règle des 3 T, les mesures de relance budgétaire doivent être prises à temps (*timely*), temporaires (*temporary*) et ciblées (*targeted*). Toutefois, leur caractère temporaire peut être mis en cause si la crise a des causes structurelles : par exemple, les pays anglo-saxons sont devenus de plus en plus inégalitaires : on pourrait y financer durablement une hausse des prestations par une hausse des impôts sur les plus riches ; la Chine a besoin de durablement soutenir sa consommation en introduisant une protection sociale satisfaisante.

La crise frappe particulièrement l'immobilier ; la relance du BTP s'impose. Toutefois, des pays comme l'Espagne n'échapperont pas à la nécessité de réduire le poids de ce secteur. Elle frappe aussi fortement le secteur des biens d'équipements professionnels, qu'il est plus difficile de relancer par la politique budgétaire : c'est le problème de l'Allemagne. Les nécessités de la relance (soutenir les secteurs existants) s'opposent aux exigences du long terme (il faut réorienter la production pour économiser l'énergie et l'environnement).

En situation d'insuffisance de demande, le monde a besoin de soutien massif de l'activité. Le FMI avait suggéré une relance de l'ordre de 2 % du PIB ; la Commission de l'ordre de 1,5 %. Chaque pays a des arguments pour en faire moins que les autres : les pays européens peuvent réclamer que l'essentiel de l'effort soit fait par les États-Unis, responsables de la crise, mais ceux-ci peuvent répondre qu'au contraire la crise vient du fait qu'ils étaient les seuls à soutenir l'activité ; l'Allemagne peut ne pas vouloir remettre en cause l'effort d'assainissement qu'elle a effectué, mais celui-ci est considéré comme contre-productif par ses partenaires européens. Aussi, le plus simple serait-il que chaque pays fasse un effort important et durable en 2009 et en 2010.

L'évaluation des efforts effectivement réalisés est difficile à faire : dans certains pays des mesures de relance budgétaires cohabitent avec des mesures d'assainissement budgétaire (baisse des emplois publics en France, hausse des impôts en Italie par exemple) ; des pays intègrent dans leurs plans de relance de simples mesures d'indexation des prestations ou des transferts entre niveaux d'administration ; d'autres confondent l'impulsion budgétaire (les hausses des dépenses budgétaires et les réductions de recettes engagées pour soutenir l'activité) et le déficit conjoncturel (la hausse passive du déficit public due à la baisse des recettes induites par la chute de l'activité).

Même si les gonflements des déficits publics devraient être importants de 2007 à 2010 (tableau 12), le creusement de l'écart de production est tel qu'il s'agit plus de déficit conjoncturel que d'impulsion budgétaire. Globalement, les plans de relance seraient importants (de l'ordre de 4 points de PIB) au Royaume-Uni, aux États-Unis, plus faibles en Allemagne (2,7 points) et surtout au Japon, en France et en Italie. Si la récession se prolonge, il faudra maintenir de tels déficits en 2011, ce qui sera difficile.

Tableau 12 : Une évaluation des plans de soutien 2007-2010

En points de PIB

	Solde budgétaire 2010	Écart de production 2007-2010	Impulsion budgétaire cumulé 2007-2010
États-Unis	-11,9	- 9,5	4,9
Japon	-8,4	-12,1	1,4
Royaume-Uni	-10,5	-8,3	4,0
Allemagne	-6,8	- 8,4	2,7
France	-8,3	-8,0	1,1
Italie	-5,9	-9,2	-0,2
Zone euro	-6,6	-9,0	1,8

Source : OCDE, calculs des auteurs.

La crise a désorganisé le secteur financier et introduit une forte incertitude sur la croissance future de l'économie mondiale. Elle a réduit la valeur du patrimoine boursier mondial, donc la richesse perçue par les agents, de 28 000 milliards de dollars (soit 42 % du PIB annuel) ; il est difficile de compenser un tel choc par la seule politique budgétaire.

Sur le plan économique, le gonflement des déficits publics pose trois problèmes qu'il ne faut pas surévaluer :

— *La crainte de l'effet Barro-Ricardo*. Les ménages, voyant gonfler la dette publique, pourraient anticiper une hausse des impôts futurs et réduire leur consommation, ce qui rendrait la politique budgétaire inefficace. Les

gouvernements doivent expliquer que c'est la croissance qui permettra le retour à l'équilibre budgétaire et non la hausse des impôts ;

— *La crainte de l'inflation.* Une idée répandue est que la croissance de la dette publique se traduira à terme par une poussée d'inflation, soit directement, soit du fait de son impact sur la création monétaire. C'est malheureusement peu probable. L'économie mondiale souffre aujourd'hui d'une forte insuffisance de demande. On voit mal d'où viendrait la forte poussée de demande ou la forte hausse des salaires qui pourrait provoquer la résurgence de l'inflation. La hausse de l'actif des banques centrales induite par l'achat massif de titres publics ou privés ne fait que suivre la hausse de la demande de monnaie centrale par les banques, provoquée par le refus de se financer mutuellement ou compenser la frilosité des banques à prêter. D'ailleurs, les marchés sont confiants : fin avril 2009, le rendement des titres indexés sur l'inflation correspondait à une anticipation d'inflation à 10 ans de 1,6 % pour les États-Unis, de 1,3 % pour la zone euro et pour la France ;

— *La crainte de non-remboursement.* Là aussi, elle n'existe guère sur les marchés. Les déficits publics diminueront automatiquement avec la reprise de la consommation et de l'investissement. Actuellement, il faut bien que les États s'endettent puisque ce sont les seuls auxquels les marchés font encore confiance. À l'avenir, ils pourront choisir entre se désendetter (en particulier en revendant les titres des institutions financières qu'ils achètent aujourd'hui) ou rester endettés pour jouer un rôle financier plus important. Même si cela est réclamé par certains pour rassurer les marchés, il serait prématuré d'annoncer aujourd'hui quand le déficit sera comblé, puisque la durée de la crise reste incertaine. Il ne faut pas prendre des engagements inconsidérés, en particulier dans le cadre du Pacte de stabilité. La crise et le gonflement de la dette publique qu'elle a induit ne doivent pas être un prétexte pour lancer de vastes plans de réduction des dépenses sociales, en particulier en matière de retraites. Ceux-ci se traduiraient par une hausse du taux d'épargne des ménages, ce qui serait contre-productif.

4.3. Recentrer les banques sur leurs métiers

Le soutien au secteur bancaire est apparu comme une nécessité primordiale durant la crise. Là aussi, les exigences de la relance – remettre le plus vite possible le secteur bancaire en état de distribuer du crédit aux entreprises et aux ménages – peuvent aller en sens inverse des objectifs de la réforme, modifier en profondeur le fonctionnement du système.

La crise a montré qu'il était indispensable d'éviter toute faillite bancaire (puisque la faillite d'une grande banque aboutit par effet domino à mettre en difficulté ses banques partenaires). Elle a montré aussi qu'il était indispensable de restaurer la capacité des banques à distribuer du crédit. Toute banque qui a perdu ses fonds propres doit être recapitalisée par les marchés, par des fonds souverains, et sinon par l'État. Durant la crise, les grands pays sont progressivement arrivés à des stratégies similaires pour sauver leur secteur bancaire. Compte tenu de la méfiance des banques les unes envers les autres, les banques centrales ont massivement injecté des

liquidités sur les marchés monétaires, puis les Trésors ont garanti les prêts interbancaires. Pour éviter la panique des déposants, les dépôts bancaires ont été garantis. Enfin, les États sont intervenus pour recapitaliser leur système bancaire. Ceci pouvait se faire de trois manières.

L'État peut racheter les *actifs toxiques* des banques⁶, c'est-à-dire les actifs qui ont perdu une grande partie de leur valeur ou dont la valeur est douteuse. Ces actifs sont ensuite regroupés dans une *bad bank*, chargée de les liquider progressivement. Mais comment fixer le prix d'achat de ces actifs ? Un prix élevé représente un cadeau injustifié aux dirigeants et aux actionnaires des banques les plus aventureuses ; cette subvention pose des questions d'aléa moral, les banquiers ne sont guère incités à veiller à la qualité de leurs actifs si l'État rachète les actifs de mauvaise qualité. Un prix trop faible oblige les banques à enregistrer immédiatement de fortes pertes ; elles peuvent refuser de vendre et préférer courir le risque de conserver les actifs douteux, en espérant que leur valeur remonte.

La plupart des pays sont intervenus pour recapitaliser les banques en injectant du capital sous forme d'actions de préférence (ou de dettes subordonnées dans le cas français). Certes, des conditions ont été imposées aux banques en échange de cette aide : engagement de montants de crédit distribué, restriction aux versements de dividendes et aux rémunérations des dirigeants. Mais l'intervention est temporaire. Les banques sont incitées à rembourser le plus vite possible ces prêts (ce qui suppose qu'elles dégagent des profits importants et qu'elles ne distribuent pas trop de crédit, ce qui augmente leur besoin de fonds propres) de façon à réduire la charge financière qu'ils représentent mais surtout à retrouver leur liberté d'action. L'objectif est-il de remettre les banques en situation d'autonomie, sans compte à rendre à personne d'autre que leurs actionnaires ?

La méthode britannique semble préférable : faire entrer l'État dans le capital et dans le conseil d'administration des banques. À la limite, la banque est totalement nationalisée si les pertes en fonds propres ont été très importantes. Cette méthode enregistre la ruine (partielle ou totale) des actionnaires. L'État peut influencer la gestion des banques : ainsi, le gouvernement britannique va-t-il réduire les rémunérations excessives des dirigeants et des *traders*. Ceci pose cependant un point délicat : la gestion d'une banque mixte avec capitaux publics et privés est potentiellement conflictuelle. Quelle sera la stratégie d'une telle banque entre le soutien à l'économie et le rendement des capitaux investis ?

Du début de la crise à février 2009, les injections de capital public dans les banques ont représenté 236 milliards de dollars aux États-Unis, 53 milliards au Royaume-Uni, 26,5 en Allemagne, 22 milliards aux Pays-Bas, 20 milliards en Russie, 19 en Chine, 17 en France, soit au total 400 milliards.

La complexité et l'imbrication des opérations financières dans lesquelles les banques se sont engagées ces dernières années ont rendu extrêmement difficile

6. C'est ce que proposait le plan Paulson.

l'évaluation précise des pertes subies par chaque banque. Celles-ci ont progressivement augmenté à mesure que la crise s'approfondissait. Une opération globale de transparence aurait été nécessaire, mais elle aurait été difficile à mettre en œuvre : comment évaluer la probabilité de remboursement de chaque crédit immobilier et le coût du non-remboursement qui dépend de l'évolution de la conjoncture économique ? Comment évaluer les crédits assurés, sachant que l'institution qui a vendu l'assurance peut ne pas tenir ses engagements ?

Aux États-Unis, le Plan Geithner voté en mars 2009 propose de distinguer les banques en difficulté, qu'il faut recapitaliser, c'est-à-dire quasiment nationaliser, des plus solides qui pourraient bénéficier d'un rachat de leurs actifs toxiques. Les bilans des banques seraient purgés des actifs toxiques qui seraient rachetés aux enchères publiques par un fonds d'investissement public-privé, doté de 100 milliards de dollars de capital public, pouvant mobiliser de 500 milliards à 1 000 milliards de dollars, en combinant des capitaux privés et de l'endettement bancaire. L'intérêt est de faire apparaître le prix des créances toxiques. Les banques enregistreront des pertes, mais seront plus transparentes. Le projet a le défaut de faire appel aux fonds spéculatifs qui devraient évaluer et racheter les actifs, au lieu de limiter leur importance ; il monte en fait un énorme fonds spéculatif, avec un fort effet de levier, le type même de montage responsable de la crise. Rien ne dit que les banques accepteront de vendre ces actifs dans ces conditions ; l'avantage pour elles serait essentiellement de pouvoir rembourser les prêts publics et donc de se dégager rapidement de la tutelle du Trésor. La nationalisation temporaire d'une partie importante du secteur bancaire aurait été préférable, le temps au minimum d'épurer les actifs légués par la folie des années 1995-2007.

Durant ces quinze dernières années, les banques se sont progressivement écartées de leurs missions – fournir des placements sans risques aux ménages, fournir du crédit aux entreprises et aux ménages – pour intervenir sur les marchés financiers, où elles ont réalisé une partie croissante de leurs profits en augmentant aveuglément leur exposition aux risques et en tournant les ratios de solvabilité de Bâle.

L'intervention massive des États pose la question du statut et du rôle des banques. Ces dernières bénéficient maintenant d'une double garantie : celle de leurs dépôts et des prêts qu'elles reçoivent. Leur statut échappe largement aux règles de la concurrence. Elles se sont investies d'une fonction de service public : fournir du crédit. Le texte du G20 de novembre 2008 prévoyait que les « mesures temporaires prises pour restaurer la stabilité créent le moins de distorsions possible et soient débouclées rapidement de manière coordonnée ». Mais peut-on ainsi tourner la page, sans tirer les leçons de la crise quant à la régulation des banques ?

Il faudrait que l'objectif de recentrer les banques sur leur métier soit affirmé, que de nouvelles normes de solvabilité découragent les banques de prêter aux fonds spéculatifs et favorisent les prêts au secteur productif. Il faut interdire aux banques de rebâtir un tel échafaudage d'actifs opaques en limitant la titrisation et les innovations financières. Il faut laisser aux pays la possibilité d'utiliser les banques acquises pour reconstituer un service financier public, qui servirait de modèle, avec

des cautions publiques et une distribution du crédit basée sur des objectifs de production et d'emploi.

4.4. Quelle gouvernance pour les marchés financiers ?

La crise asiatique de 1997-1998, puis la crise boursière des années 2001-2002, avaient incité les gouvernements du G7 à tenter d'élaborer une *nouvelle architecture financière internationale* comportant essentiellement un meilleur contrôle des entreprises et des institutions financières des pays émergents, une redéfinition du rôle des institutions financières internationales pour contrôler la globalisation financière en période normale et pour intervenir en situation de crise, une plus grande implication du secteur privé lors des crises financières. Mais cette nouvelle architecture financière n'a guère progressé de 2002 à 2007. Les marchés financiers internationaux étaient censés être surveillés à plusieurs niveaux :

— Au FMI et en particulier au Comité monétaire et financier international (CMFI), qui regroupe les gouverneurs des grandes banques centrales. Mais le FMI a peu de ressources et a du mal à prendre des décisions rapides. Le FMI est mal adapté à la situation actuelle de régimes de changes disparates. Il a perdu de son importance avec le développement de la finance privée. Comme il s'est refusé à aider les pays en difficulté sans leur imposer des conditions draconiennes, les pays évitent d'avoir recours à lui.

— À la BRI, où le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire élabore des normes qui s'appliquent aux banques qui veulent avoir une activité internationale. Le ratio Cooke leur imposait, depuis 1992, de détenir un montant de fonds propres supérieur à 8 % de leurs risques pondérés. Ce ratio s'est transformé en un ratio plus complexe, le ratio McDonough ou dispositif Bâle 2.

— Le Forum de stabilité financière (FSF), créé en 1999, regroupe les représentants des Trésors et des banques centrales des plus grands pays ainsi que des institutions financières internationales. Il est chargé de surveiller l'évolution des marchés de capitaux mondiaux.

Jusqu'à présent, l'influence de ces instances a été faible, comparée au dynamisme et à l'inventivité des acteurs privés. Elles ont été incapables de mettre en garde contre le développement des bulles financières et immobilières. Elles ont laissé les innovations financières se développer au détriment du respect des réglementations. Elles ont laissé les agences de notation libres d'utiliser des méthodes laxistes pour évaluer les produits structurés. Soumises à une forte pression des lobbies bancaires, le comité de Bâle a réduit les exigences de fonds propres des banques et permis aux plus grandes d'évaluer leurs risques en utilisant des modèles internes.

La crise financière repose la question de la régulation du système financier. La globalisation financière fait que cette régulation doit être mondiale mais les pays anglo-saxons (les États-Unis et le Royaume-Uni), qui abritent le cœur des marchés financiers, doivent jouer un rôle moteur. Le problème est essentiellement un choix politique et idéologique entre les libéraux (qui font confiance aux marchés et qui

prônent la dérégulation) et les régulateurs (qui pensent que les marchés financiers créent de l'instabilité et doivent être étroitement contrôlés) ; entre ceux qui pensent que la finance doit être au service de l'économie en finançant les activités productives et en fournissant une rémunération garantie mais faible aux épargnants et ceux qui estiment que la recherche de rentabilités élevées est le moteur de la dynamique financière et que celle-ci permet d'impulser les innovations économiques.

Certes, les marchés tireront les leçons de la crise : pendant quelques années, les épargnants préféreront la sécurité, les fonds de placement seront plus prudents, les banques mieux contrôlées. Il faut espérer que la crise actuelle soit suffisamment profonde pour que les pays comprennent qu'une partie importante de l'activité financière est une activité parasitaire et déstabilisante, qu'ils imposent des règles rigoureuses à leurs institutions financières, pour que les détenteurs de capitaux se résignent à une rentabilité plus faible. Mais le risque est grand que ces leçons soient vite oubliées, que les marchés réussissent à rebondir en faisant repartir la bulle financière. C'est l'enjeu du débat sur les stratégies de sortie de crise de la mi-2009 : les marchés financiers réussiront-ils à rebondir sans réformes profondes ? La crise sera-t-elle assez grave pour que les gouvernements et les classes dominantes se résignent à introduire les réformes nécessaires ?

4.5. Vers un nouveau Bretton Woods ?

Les deux sommets du G20, le 15 novembre 2008 à Washington, puis le 2 avril 2009 à Londres ont ouvert une phase de réflexion sur le fonctionnement de l'économie mondiale, du système monétaire international et des marchés financiers. La situation est *a priori* favorable aux réformes puisque la crise renforce la position des pays européens régulateurs et met en difficulté les pays anglo-saxons libéraux, puisque Barack Obama comme Gordon Brown sont conscients de la nécessité d'une rupture et que les pays émergents ont pris place autour de la table.

Les déclarations adoptées à l'issue de ces sommets sont de très bonne qualité. Elles reconnaissent que la crise est due aux dysfonctionnements des marchés financiers internationaux et à des politiques macroéconomiques incohérentes. Même s'il s'agit de compromis, elles ne se contentent pas de déclarations d'intentions, mais ébauchent des stratégies de réforme de la gouvernance de l'économie mondiale comme de celle des marchés financiers.

En ce qui concerne les marchés financiers, le G20 propose essentiellement « de resserrer la supervision et la réglementation financière ». Des organes de régulation devraient surveiller étroitement les marchés financiers et les institutions financières qui continueraient à spéculer, à rechercher la rentabilité maximale, à développer des innovations financières. Peut-on avec de pures mesures techniques lutter contre l'instabilité inhérente au capitalisme financier ? Certes, il faut plus de surveillance, mais l'apparition de bulles financières est intimement liée au fonctionnement du capitalisme financier. Peut-on imaginer une bourse, un capitalisme financier sans

euphories, sans innovations et sans bulles ? Celles-ci sont nécessaires pour attirer les épargnants : c'est le *commerce des promesses*⁷. Ne faudrait-il pas remettre en cause l'importance des marchés financiers ?

Les déclarations de deux sommets sont accompagnées de plans détaillés de réformes des marchés financiers. L'objectif est de renforcer leur régulation, sans remettre fondamentalement en cause leur fonctionnement. Par exemple, la déclaration du 15 novembre indique que l'action des régulateurs doit soutenir « la concurrence, le dynamisme et l'innovation sur les marchés financiers » ; « La régulation ne doit pas étouffer l'innovation. Les régulateurs doivent être capables de s'adapter rapidement aux innovations ». Faut-il maintenir cette course inutile entre innovations et régulation ?

Le sommet du 2 avril a décidé d'élargir le Forum de stabilité financière en un Conseil de stabilité financière, ouvert aux pays émergents. Celui-ci devra évaluer les vulnérabilités du secteur financier, suivre l'évolution des marchés, veiller au respect des normes réglementaires, collaborer avec le FMI pour recenser les risques macroéconomiques et financiers..., en bref, faire ce que le FSF aurait dû faire. Tout dépendra donc de la capacité de ce Conseil à se doter d'une doctrine pertinente et des moyens d'intervention nécessaires, à développer un point de vue différent de celui des professionnels de la banque et de la finance (ce que le FSF n'a pas réussi à faire).

Le Plan du 15 novembre propose de renforcer la transparence des marchés et des produits, notamment « des produits financiers complexes ». Mais ne vaudrait-il pas mieux interdire certains produits, certaines innovations financières dont la sécurité n'est pas assurée ou dont le risque n'est pas calculable ? Les produits financiers doivent être simples ; leurs détenteurs doivent être capables de les comprendre et de les évaluer.

Le texte du 15 novembre indique que les « risques systémiques des marchés de dérivés de crédit doivent être réduits ». Mais il ne remet pas en cause leur existence, alors qu'ils sont responsables de la crise. Le modèle où des institutions financent ou garantissent les prêts faits par d'autres a fait faillite : il déresponsabilise les prêteurs et fait courir des risques inconsidérés aux offreurs de garanties.

« Les normes comptables doivent être améliorées pour être plus transparentes et pour promouvoir la stabilité financière ». Est-ce compatible dans un univers où les spéculateurs recherchent les rumeurs et l'instabilité ?

Le G20 prévoit d'améliorer les ratios prudentiels imposés aux banques pour intégrer les opérations de titrisation et les opérations hors bilan. Il envisage d'imposer aux banques de conserver une partie importante des risques de crédit (les tranches *equity*) pour les inciter à mieux surveiller la qualité de leurs crédits. Mais le texte continue à faire confiance aux méthodes internes des banques et ne prévoit pas de contrôle extérieur systématique.

7. Selon le titre de l'ouvrage de Pierre-Noël Giraud, *Le Seuil*, 2001.

Le G20 ne dit pas clairement que les banques devraient se concentrer sur leurs métiers : la distribution du crédit et la mise à la disposition des épargnants de produits d'épargne garantis. Il faudrait interdire aux banques d'intervenir sur les marchés financiers et d'y risquer leurs fonds propres. Il faudrait séparer le système bancaire du système financier de sorte que les turbulences financières aient peu d'impact sur l'économie réelle.

Le G20 s'engage à ce que : « tous les marchés, produits et acteurs soient soumis à un niveau approprié de régulation et de supervision ». En particulier, les fonds spéculatifs (au-delà d'une taille minimale) devront être enregistrés. Leur effet de levier devra être contrôlé. Mais ne faudrait-il pas surtout limiter leur activité et les risques qu'ils font courir aux systèmes bancaires en leur interdisant de spéculer avec des fonds empruntés à bas taux aux banques ?

« Les agences de notation doivent être contrôlées, éviter les conflits d'intérêt, améliorer leurs méthodes, en particulier pour les produits structurés ». Le texte du 2 avril leur demande de différencier leurs notations des produits structurés et d'assurer « la publicité de leurs notations antérieures ». Mais le G20 ne remet pas en cause le principe même de ces agences. Faut-il maintenir des agences rémunérées par les émetteurs de titres ? Peut-on imaginer des agences de notation publiques ? Non, sans doute, car ni l'État ni les banques centrales ne peuvent se porter garants des opérations financières privées. Mais il faudrait interdire la confusion des fonctions entre arrangeurs d'opération et agences de notations. Il faudrait inciter (ou obliger) les investisseurs à financer des agences de notation indépendantes, à développer une expertise propre et, surtout, à éviter les produits trop complexes.

Le G20 recommande de revoir les pratiques de rémunération des institutions financières pour qu'elles n'incitent plus à des prises de risques excessives. Les bonus des opérateurs devraient être gelés pendant plusieurs années pour pouvoir y imputer les éventuelles pertes des années suivantes. Les conseils d'administration et les actionnaires devraient pouvoir contrôler les systèmes de rémunération. Ces recommandations seront-elles suffisantes ? Plus fondamentalement, il faudrait réduire fortement le niveau des rémunérations des *traders* pour qu'il corresponde à l'utilité sociale de leur activité. Pourquoi ne pas envisager un salaire maximal ou une taxation confiscatoire par l'impôt sur le revenu des rémunérations dépassant un certain seuil ?

Le G20 propose de développer la coopération internationale des autorités de contrôle des banques en ce qui concerne la surveillance des banques et des institutions financières transnationales. Mais ne faudrait-il pas faire reculer la globalisation financière, dont la crise a montré les dangers, en incitant les banques à se concentrer sur leurs pays d'origine, à éviter les investissements aventureux dans des marchés étrangers qu'elles maîtrisent mal, en évitant que se développent (comme en Islande) des systèmes bancaires disproportionnés avec la taille des pays, ou, en sens inverse, en développant des systèmes bancaires nationaux dans les pays où les systèmes bancaires sont dominés par des banques étrangères (comme dans les PECO) ?

Le G20 reconnaît le risque pour les finances publiques et les normes internationales que représentent les paradis fiscaux, financiers et réglementaires. Malheureusement, il se limite à réclamer que ceux-ci acceptent des échanges d'informations en matière fiscale. Seuls quatre pays s'y refusaient selon la liste établie par l'OCDE en avril 2009 (Costa Rica, Malaisie, Philippines et Uruguay), mais ils ont très vite promis de le faire. De plus, ces pays ne sont pas des paradis financiers. Il est vain d'augmenter la réglementation dans les grands pays en tolérant que les institutions financières et les entreprises puissent y échapper en localisant fictivement leurs opérations dans des « paradis ». Il faudrait donc s'attaquer frontalement aux « trous noirs » de la fiscalité et de la réglementation : il faudrait en établir une liste rigoureuse ; les pays de l'OCDE devraient interdire à leurs banques, à leurs institutions financières et à leurs entreprises d'y localiser leurs opérations et d'y avoir des filiales. Il faudrait renégocier les conventions fiscales pour les limiter aux pays qui ont des taux minimaux d'imposition.

Quelle politique monétaire ? De bas taux d'intérêt restent sans doute nécessaires compte-tenu de l'excès d'épargne. Faut-il tenir compte du prix des actifs ? Non, sans doute, car cela rendrait confuse la politique monétaire, mais il faudrait que les banques centrales puissent utiliser d'autres instruments (comme des réserves obligatoires ou des ratios de capital sur le crédit) variables en fonction de la conjoncture et du type de crédit. Actuellement, la régulation est pro-cyclique puisqu'en période de haute conjoncture boursière et économique, les banques peuvent accumuler des fonds propres et financer largement les entreprises ; c'est l'inverse quand la conjoncture se retourne, ce qui accentue la crise. Il faudrait que les contraintes sur la distribution du crédit varient selon la conjoncture et selon le type de crédit pour décourager le crédit immobilier en période de bulle immobilière et la spéculation boursière en période de bulle financière, pour encourager le financement de l'investissement et de la production en rendant plus coûteux le financement de la spéculation (en particulier les prêts aux LBO et aux fonds spéculatifs). Il faudrait limiter l'influence des fonds propres dans les possibilités de distribution de crédit pour augmenter le poids des critères macroéconomiques. Certes, la tâche est complexe puisque la banque centrale doit analyser la pertinence macroéconomique du crédit, ce qui sera particulièrement difficile dans la zone euro.

Les textes du G20 sont allés très loin dans la bonne direction, mais les réformes à conduire heurtent de front les intérêts des dirigeants du secteur financier et de certains détenteurs de capitaux. Ceux-ci vont tenter de retarder les réformes, en espérant pouvoir reprendre rapidement leurs activités comme naguère, comme ils l'avaient fait avec l'implosion de la bulle Internet. La volonté réformatrice des dirigeants du G20 sera-t-elle assez forte et assez durable ?

4.6. Quelle réforme du fonctionnement de l'économie mondiale ?

La crise rend nécessaire une réforme du fonctionnement de l'économie mondiale. Les déclarations des sommets du G20 plaident pour le respect des principes de l'économie de marché et de la concurrence, l'ouverture commerciale et

financière des économies, pour la conclusion du cycle de Doha ; elles rejettent le protectionnisme et les dévaluations compétitives ; elles reconnaissent la nécessité de la coopération internationale dans les défis mondiaux majeurs comme la lutte contre la pauvreté et le changement climatique. Par contre, la nécessité d'une coordination permanente des stratégies macroéconomiques n'est pas évoquée.

Elles proposent une réforme du FMI, de façon à augmenter le poids des économies émergentes. Selon la déclaration du 15 novembre 2008, « le FMI doit mieux anticiper les tensions potentielles et agir rapidement afin de jouer un rôle clé dans le traitement des crises ». Selon celle du 2 avril, « le FMI doit exercer une surveillance franche, impartiale et indépendante sur nos économies et nos secteurs financiers, les effets de nos politiques sur les autres et les risques qui se posent à l'économie mondiale ». Toutefois, les textes ne lui donnent pas un rôle pivot dans la régulation macroéconomique mondiale. La stabilisation des taux de change, la coordination des politiques monétaires et des soldes des balances courantes ne sont pas évoquées. Les leçons de la crise ne sont pas tirées.

Pourrait-on faire mieux ? Comment organiser une régulation macroéconomique mondiale ? Sous l'égide du FMI ou du G20, un comité économique et financier pourrait guider l'orientation générale des politiques monétaires, budgétaires et même salariales. Il pourrait mettre en garde contre des développements économiques et financiers insoutenables (comme les bulles financières ou certaines innovations financières). Il pourrait vérifier la compatibilité des objectifs de soldes courants et définir des niveaux souhaitables des taux de change, niveaux que les banques centrales devraient défendre, mais dont la seule annonce devrait contribuer à stabiliser les marchés. Ce comité bénéficierait de l'expertise des économistes du FMI, de l'OCDE, du CEPAL (et d'organismes à construire pour guider l'évolution économique des pays émergents d'Asie et d'Afrique). Il regrouperait les pays du G20 et des représentants des grandes zones économiques actuellement sous-représentées (l'Afrique noire, le Maghreb, le Moyen-Orient, les PECO).

On voit cependant toutes les difficultés de la tâche. Comment concilier le souci de l'efficacité (qui plaide pour un comité restreint, dominé par les grands pays) avec celui de la démocratie (qui plaide pour que tous les pays soient représentés) ? Quelle serait la doctrine de ce comité, son arbitrage entre croissance et stabilité ? Un pays aurait-il le droit, par exemple, de sous-évaluer son taux de change pour favoriser sa croissance ? Ce comité pourra-t-il demander à un pays de réduire son déficit et sa dette publique ou de modifier ses institutions économiques ou sociales, comme le FMI et la Banque mondiale avaient coutume de le faire pour accepter les plans d'ajustement des PVD ? Les pays émergents peuvent-ils accepter l'augmentation du poids du FMI où l'influence américaine est prépondérante ? Les États-Unis peuvent-ils accepter la réduction de leur influence ? Comment ce comité prendrait-il ses décisions : à l'unanimité (avec le risque de blocage), à la majorité qualifiée (mais les pays pèseraient-ils selon leur richesse ou selon leur population) ? Chaque pays devrait abandonner une partie de son autonomie, se plier à une discipline

décidée de l'extérieur ; les banques centrales, qui devraient soutenir un certain taux de change, perdraient de leur indépendance. Que ferait-t-on si l'accord se révélait impossible ? Si un pays refusait les décisions prises ?

Ce comité devrait remettre en cause les stratégies macroéconomiques des pays qui basent leur croissance sur les exportations (et non sur la demande intérieure), celle de l'Allemagne comme celle de la Chine. Ces pays devraient pratiquer une relance basée sur la distribution de salaires et de revenus sociaux. Ce comité devrait remettre en cause les stratégies macroéconomiques des pays anglo-saxons basées sur la croissance de l'endettement des ménages et sur les bulles financières (mais la crise s'est déjà chargée de cette remise en cause). Les pays anglo-saxons devraient diminuer leur demande interne et maintenir de bas taux de change. Il faut sans doute faire reculer la mondialisation commerciale : les pays émergents doivent se concentrer sur leur demande interne ; les pays industrialisés doivent protéger l'emploi de leurs secteurs industriels.

La croissance mondiale doit devenir plus économe en énergie, en matières premières, en émission de gaz à effets de serre et en pollution. Ceci suppose une politique concertée de taxation écologique, la création d'une AME (Agence Mondiale de l'Environnement) avec des pouvoirs importants. L'orientation future de la production et de la consommation ne doit pas être laissée aux marchés et aux grandes entreprises, mais socialement réfléchie, compte tenu des contraintes écologiques.

■ Conclusion

La crise a mis en cause la légitimité du système financier à dominer l'économie mondiale, à fixer les taux de change, à dicter la stratégie des entreprises, à drainer une part importante des profits, à distribuer des rémunérations élevées. Le renforcement de la surveillance des marchés suffit-il alors que l'expérience montre que les institutions financières sont ingénieuses pour contourner les réglementations ? Il faut se donner comme objectif une baisse des rentabilités requises par les marchés, une réorientation des missions du système bancaire vers le financement de la production et des activités productives, un dégonflement du secteur financier et une diminution du rôle des marchés financiers et du poids des activités spéculatives. Dégonfler le secteur financier passe par le développement de la protection sociale (les retraites par répartition), par l'investissement direct et la coopération entre entreprises (plutôt que les placements financiers). Les entreprises doivent moins se préoccuper de valeur actionnariale et plus d'emploi et de production.

Ces réformes sont indispensables pour un fonctionnement plus satisfaisant de l'économie mondiale, mais peuvent-elles être décidées dans une réunion internationale ? Et où sont les forces sociales qui pourraient imposer cette stratégie ?

Références bibliographiques

- Aglietta M. et L. Berrebi, 2007, *Désordres dans le capitalisme mondial*, Éditions Odile Jacob.
- Aglietta M. et A. Rebérioux, 2004, *Dérives du capitalisme financier*, Éditions Albin Michel.
- Allen F. et D. Gale, 2007, *Understanding Financial Crises*, Clarendon Lectures in Finance.
- Bourguinat H. et E. Bryis, 2008, « L'arrogance de la finance », Éditions La Découverte.
- Bouveret A., S. Mestiri et H. Sterdyniak, 2006, « La valeur du yuan, les paradoxes du taux de change d'équilibre », *Revue de l'OFCE*, n° 98, juillet.
- Boyer R., M. Dehove et D. Plihon, 2004, *Les crises financières*, CAE, La Documentation française.
- Brender A. et F. Pisani, 2007, *Les déséquilibres financiers internationaux*, Éditions La Découverte.
- Brender A. et F. Pisani, 2009, *La crise de la finance globalisée*, Éditions La Découverte.
- Caballero R. J., E. Farhi et P.-O. Gourinchas, 2008, « Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances », *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall.
- CAE, 2008, *La crise des subprimes*, La Documentation française.
- Gerardi K., A. Lehnert, S. M. Sherlund et P. Willen, 2008, « Making Sense of the Subprime Crisis », *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall.
- Giraud P.-N., 2001, *Le Commerce des promesses*, Éditions du Seuil, Paris.
- Gorton G., 2008, « The Subprime Panic », *NBER Working Paper*, n° 14398, octobre.
- Minsky H., 1982, « The financial Instability Hypothesis, Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy », in C. Kindleberger et J.-P. Laffargue (Eds.), *Financial Crises, Theory, and Policy*, Cambridge University Press.
- OCDE, 2008, *Croissance et inégalités, Distribution des revenus et pauvreté dans les pays de l'OCDE*.
- Orléan A., 1999, *Le pouvoir de la monnaie*, Éditions Odile Jacob.
- Reinhart C. et K. Rogoff, 2008, « Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison », *American Economic Review*, vol. 98 n° 2.
- Revue d'économie financière, 2008, *Crise financière : analyses et propositions*.
- Revue de la Stabilité Financière, 2007, *Hedge funds*, avril.
- Revue de la Stabilité Financière, 2008, *Liquidité*, février.
- Revue de la Stabilité Financière, 2008, *Valorisation et stabilité financière*, octobre.
- Rochet J.-C., 2008, « Le futur de la réglementation bancaire », *Note Toulouse School of Economics*, n° 2.
- Shiller R. J., 2008, *The Subprime Solution*, Princeton University Press.
- Spilimbergo A., S. Symansky, O. Blanchard et C. Cottarelli, 2008, « Fiscal Policy for the Crisis », *IMF Staff Position Note*, 08/01.
- Tirole J., 2008, « Les leçons d'une crise », *Note Toulouse School of Economics*, n° 1.