Lettre de l'OFCE

Vendredi 5 décembre 2008 303

Vers un nouveau Bretton Woods

Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak
OFCE

La crise montre, une nouvelle fois, tous les risques que fait courir à l'économie le libre jeu des marchés financiers. Ceux-ci, gérant des masses énormes de capitaux en quête d'une rentabilité maximale (fonds de placement destinés aux ménages les plus riches, fonds de pension des pays anglo-saxons, capitaux des pays excédentaires) ont connu un prodigieux développement durant ces vingt dernières années. Ces marchés déterminent les taux de change, les taux d'intérêt et les cours boursiers, mais ils sont instables, moutonniers et cyclothymiques.

La globalisation financière a contribué à impulser la croissance mondiale depuis vingt ans. Mais elle ne fonctionne que par des alternances de phases de boom et de krach. Elle permet le gonflement durable de déséquilibres qui finissent un jour par éclater. Face à la globalisation financière, une gouvernance mondiale est nécessaire ; elle devrait aussi porter sur la régulation macroéconomique.

Il faut un nouveau Bretton Woods pour redéfinir le fonctionnement de l'économie mondiale et réguler la mondialisation. Le 15 novembre 2008, une première réunion du G20 a lancé les travaux d'une phase de réflexion sur le fonctionnement de l'économie mondiale.

Centre de recherche en économie de Sciences Po
69, quai d'Orsay - 75340 Paris Cedex 07
Tél/ 01 44 18 54 00 - Fax/ 01 45 56 06 15
www.ofce.sciences-po.fr

Edité par les Presses de Sciences Po
117, boulevard Saint-Germain - 75006 Paris
Tel/ 01 45 49 83 64 - Fax/ 01 45 49 83 34

Le triomphe du libéralisme a été une victoire à la Pyrrhus. Les marchés sont apparus incapables d'assurer une croissance mondiale stable et durable *. Une gouvernance mondiale est nécessaire, mais elle est difficile à organiser puisque les pays ont des points de vue et des intérêts divergents. Comment mettre en place des normes de bonne conduite ? La stratégie libérale consiste à maintenir de bas taux d'intérêt, à attendre la reprise de la Bourse et de la finance et à fermer au plus vite la parenthèse de l'intervention des États. Mais la crise actuelle montre que la finance non contrôlée devient folle. La stratégie régulationniste suppose une réforme en profondeur du capitalisme, la réduction du poids des marchés et des institutions financières, le recentrage des banques sur le crédit aux opérations productives. Mais où sont les forces sociales qui pourront imposer cette stratégie ? Les pays anglo-saxons (États-Unis, Royaume-Uni) peuvent-il accepter le déclin des activités financières, qui représentent plus de 10 % de leur PIB ?

Des stratégies nationales en crise

La crise remet en question les stratégies de croissance des plus grands pays. Certains pays (États-Unis, Royaume-Uni) avaient choisi une croissance caractérisée par le creusement des inégalités et la stagnation des salaires et des revenus de la majorité des ménages ; leur consommation était impulsée par la hausse de leur endettement et l'illusion de richesse qu'induisaient les bulles financières et immobilières. L'endettement des ménages américains est passé de 103 % de leur revenu annuel en 2000 à 141 % en 2007 ; celui des britanniques de 114 % à 177 %. Le taux d'épargne des ménages y est très faible : 0,8 % en 2004-2007 aux États-Unis, – 1,5 % au Royaume-Uni, contre 12,3 % en France et 10,6 % en Allemagne. Pour soutenir ce modèle, les États-Unis ont maintenu de bas taux d'intérêt qui permettaient l'endettement et faisaient gonfler les prix des actifs. Le taux d'intérêt réel de court terme a été nul ou négatif de 2002 à 2005 ; sa hausse en 2006-2007 a provoqué la crise. Les États-Unis et le Royaume-Uni doivent augmenter leur épargne intérieure, leurs monnaies doivent se déprécier.

D'autres pays, tels l'Allemagne et la Chine ont choisi une croissance tirée par l'extérieur avec des salaires faibles et l'accumulation d'excédents extérieurs. Une croissance mondiale plus équilibrée demande des hausses de salaires et de consommation dans ces pays. La Chine doit se diriger vers une croissance plus autonome, tirée par sa consommation, avec une nette appréciation du yuan.

La récession dans laquelle l'économie mondiale est en train de plonger nécessite un important soutien monétaire et budgétaire, mais la confiance en une croissance soutenue suppose aussi que soit définie une nouvelle stratégie économique pour les grandes zones de la planète. Il faut des croissances basées sur les demandes intérieures et non sur les exportations ; une hausse de la consommation basée sur les salaires et non sur l'endettement ou les plus-values financières. Les entreprises doivent moins se préoccuper de valeur actionnariale et plus d'emploi et de production. Ceci suppose une redistribution vers les salaires au détriment des profits et des rentes.

La polarisation des excédents et des déficits

Dans la période récente, chaque pays a poursuivi un objectif de solde courant sans se soucier de cohérence mondiale (tableau). Certains pays ont accumulé des excédents abondants : pays producteurs de pétrole (Moyen-Orient, Russie et Norvège), pays ayant basé leur croissance sur leurs performances à l'exportation (Japon et surtout Chine). Dans la zone euro, les excédents de l'Allemagne et des

* Nous n'aborderons pas ici les deux déséquilibres principaux que sont l'épuisement des ressources minérales (en particulier du pétrole) et les contraintes écologiques.

Pays-Bas, obtenus grâce à des politiques salariales restrictives, créent et financent les déficits des pays du Sud (Espagne, Portugal, Grèce) fragilisés par un endettement élevé. Le déficit des États-Unis met en péril la stabilité monétaire mondiale puisque son financement dépend de la bonne volonté des pays asiatiques et du Moyen-Orient d'absorber des avoirs importants en dollars, mal rémunérés et risqués.

La configuration actuelle n'est pas optimale : les pays développés devraient être excédentaires et prêter aux pays en développement. Les pays excédentaires et les institutions financières prêteuses refusent les placements productifs, comme les investissements directs (IDE). Ils recherchent des placements liquides et fortement rémunérateurs. Ceux-ci ne peuvent être obtenus que sur les marchés financiers des pays industrialisés (États-Unis ou Royaume-Uni) par des montages reposant sur des bulles spéculatives. Les pays émergents d'Amérique latine ou d'Asie échaudés par les crises passées, ne veulent plus dépendre des marchés financiers ou, pire, du FMI ; ils s'obligent à être excédentaires. Une réforme de la globalisation financière devrait permettre de fournir des capitaux productifs, sous forme d'investissements directs, aux pays émergents et devrait limiter les déficits des pays développés.

Des changes désordonnés

Les taux de change des grandes monnaies (dollar, euro, livre sterling et à un degré moindre le yen) ont été abandonnés aux marchés. Ceux-ci, sans point d'ancrage, font osciller les monnaies au rythme de leur humeur. Ces évolutions ne sont pas anticipées par le marché. Par exemple, début 2007, un euro valait 1,30 dollar ; 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, il valait en fait 1,49 dollar (soit une hausse de 13,7 %). Les monnaies fluctuent beaucoup plus que les écarts d'inflation ou de taux d'intérêt et ne contribuent guère à équilibrer les soldes courants. Les changes flexibles ne sont pas un mécanisme stabilisant contrairement à ce 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 ?

En même temps, 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 d'une croissance basée sur des apports de capitaux étrangers.

La situation actuelle n'est pas satisfaisante. Sous l'égide du FMI, un comité économique et financier pourrait avoir la tâche de guider l'orientation générale des politiques monétaires et budgétaires, de vérifier la compatibilité des objectifs de soldes courants et de dégager un accord sur les niveaux des taux de change, niveaux que les banques centrales devraient défendre. On voit cependant toutes les difficultés de la tâche. Quelle serait la doctrine de ce comité, son arbitrage entre croissance et stabilité ? Chaque pays devrait abandonner une partie de son autonomie, se plier à une discipline décidée de l'extérieur ; les banques centrales perdraient de leur indépendance. Que ferait-on si un pays refusait les décisions prises ?

Des marchés âpres au gain

Les détenteurs de capitaux sont à la recherche de la rentabilité maximale. Les fonds, en compétition pour la leur fournir, sont jugés sur leur performance de court terme. Leurs gestionnaires sont donc à la recherche perpétuelle de gisements de rentabilités élevées ; ils s'y précipitent en masse, faisant monter les prix, ce qui crée des plus-values qui justifient *ex post* l'investissement. Plus tard, le marché s'aperçoit que cette rentabilité était artificielle, qu'elle reposait 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, provoquant alors un effondrement des cours, ce qui justifie leur départ.

La forte volatilité des marchés financiers permet une différenciation entre la rentabilité relativement faible obtenue par la masse des épargnants et la rentabilité exceptionnelle des fonds spéculatifs (*hedge funds*), dont les gestionnaires sont capables de spéculer à la hausse comme à la baisse des cours. De même, la forte rentabilité des marchés boursiers s'appuie sur le bas niveau des taux d'intérêt. La rentabilité et le risque des différents placements se différencient tout en devenant opaques puisqu'il est impossible, tant pour les clients que pour les opérateurs, d'évaluer la rentabilité et le risque de placements *innovants*.

La logique du capitalisme financier est d'accumuler puis de rentabiliser des masses énormes de capitaux. Il est impossible que, durablement, les capitaux dont la masse gonfle sans cesse, aient une rentabilité de 15 %. C'est la malédiction marxiste de la suraccumulation du capital : il faut soit une hausse 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 purger périodiquement le capital accumulé par des crises boursières. Le capitalisme financier ne peut connaître une croissance régulière, mais une alternance de périodes de rentabilités élevées, en grande partie illusoires, et de périodes d'effondrement.

Tableau : Soldes courants

	Milliards de dollars	% du PIB
États-Unis	- 739	- 5,3
Royaume-Uni	-115	- 4,2
Zone euro	29	0,2
dont : Pays-Bas	*76*	*9,8*
Allemagne	*252*	*7,6*
France	*- 31*	*- 1,2*
Portugal	*- 22*	*- 10,0*
Espagne	*- 147*	*- 10,1*
Grèce	*- 44*	*- 14,0*
Suède/Danemark	42	4,4
PECO	- 93	- 7,7
Japon	212	4,8
Norvège	65	- 6,4
Suisse	71	16,9
Chine	382	9,4
Autres pays d'Asie	125	
Amérique latine	24	
Moyen-Orient	210	
Afrique	2	
Australie/Canada/NZ	- 54	
CEI (y.c. Russie)	77	4,5
Turquie	- 39	- 5,8
Total	-194	

Sources : Commission européenne, FMI.

Les marchés financiers sont grégaires. Les opérateurs s'accordent provisoirement sur une théorie : le dollar est fort en raison de la Nouvelle Économie, l'euro faible à cause de l'euro-sclérose ; puis en changent : le dollar est faible en raison du déficit extérieur américain, l'euro fort en raison de la stratégie de la Banque centrale européenne (BCE). Ainsi tous les opérateurs réagissent de la même façon. Les marchés financiers sont mimétiques : il est dangereux de s'écarter de la pratique du troupeau même si l'on sait qu'il a tort. 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.

Les marchés fonctionnent avec des précurseurs et des suiveurs. Les précurseurs lancent un mouvement avec une théorie justificative : par exemple, la Bourse va monter car la croissance est assurée. Les suiveurs prennent le train en marche, ce qui fait progressivement monter la Bourse. Prenant conscience que les cours ont trop augmenté, les

précurseurs se retirent ; la Bourse ralentit puis s'effondre. Les précurseurs ont gagné au détriment des suiveurs qui jurent qu'on ne les y reprendra plus…Mais ils reviendront deux ou trois ans plus tard.

Peut-on confier la responsabilité de juger des décisions productives à des opérateurs de marchés qui n'ont que des préoccupations de rentabilité de court terme et guère de compétences industrielles ? La politique économique doit-elle consacrer toute son énergie à rassurer les marchés et à réparer les dégâts causés par les krachs ?

Des banques aventureuses

Les banques ont pour missions d'assurer le fonctionnement du système des paiements, de fournir des actifs sûrs, de financer les ménages et les entreprises qui n'ont pas accès aux marchés financiers. Elles bénéficient de privilèges comme 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 tourner la législation en développant des engagements hors bilan et en titrisant leurs crédits.

Dans la période récente, la titrisation a contribué à l'essor comme à la fragilisation des marchés financiers. Les banques confient un portefeuille de crédits à un Fonds commun de créances (FCC), qui se finance en émettant un ensemble structuré de titres. Les titres les moins risqués, remboursés en priorité, se retrouvent dans le portefeuille de fonds de placement, vendus comme étant sans risque, et 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. Les agences de notation organisent l'opération et évaluent le risque des titres émis. Des rehausseurs de crédit et des CDS (*credit default swaps*) interviennent pour renforcer la sécurité des titres. Durant sa lune de miel, ce mécanisme fonctionne à merveille. Les banques accroissent leurs crédits, ce qui contribue au développement des bulles immobilières et boursières ; celles-ci améliorent le bilan des emprunteurs, ménages ou entreprises, qui peuvent contracter de nouvelles dettes. Les gestionnaires de fonds prennent l'habitude de se fier aux agences de notation et perdent toute capacité à avoir une expertise propre. Les banques font des économies de fonds propres, même si elles (ou leurs FCC) portent toujours les titres les plus risqués. 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 risques* 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.

En raison de la concurrence, les marges sur les crédits aux particuliers et aux entreprises sont faibles ; les banques interviennent sur les marchés financiers et sur les marchés dérivés, où elles réalisent une partie croissante de leurs profits. En période de crise, les pertes sur les marchés dérivés et boursiers font disparaître les fonds propres requis pour garantir les crédits. Que les banques contournaient les ratios de solvabilité apparaît alors au grand jour.

Le fonctionnement du système était basé sur la différence entre le taux du marché monétaire, relativement bas, le taux de profit du capital productif et le taux de rentabilité financière, particulièrement élevé. Un fond 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 leurs rentabilités en détenant de plus en plus d'actifs, sans que les clients en soient prévenus. Le système est ainsi devenu de plus en plus endetté et fragile.

La liberté totale des mouvements de capitaux (y compris vers des paradis fiscaux ou réglementaires), la concurrence entre pays pour attirer les capitaux, les fortes distributions de dividendes, l'absence d'intervention publique sur les marchés financiers sont devenues les normes indiscutables des pays modernes. Les métiers de la finance sont devenus les plus rémunérateurs, attirant les jeunes diplômés vers des activités peu utiles socialement. Les revenus des *traders* augmentent les inégalités sociales ; deviennent la norme pour les ingénieurs, les cadres et les médecins ; détruisent progressivement la cohésion sociale, d'autant plus que la concurrence fiscale impose progressivement de diminuer les impôts sur les plus hauts revenus et patrimoines.

La crise a montré qu'il était indispensable d'éviter toute faillite bancaire (puisque celle-ci 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, 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 réciproque 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 largement garantis. Enfin, les États sont intervenus pour recapitaliser leur système bancaire. Initialement, le plan Paulson proposait que l'État américain rachète les actifs « toxiques » des banques en difficulté. Ce plan avait le défaut de financer à fonds perdus les banques en leur rachetant des actifs dévalorisés qu'il était impossible d'évaluer ; il favorisait les actionnaires des banques les plus aventureuses. L'État peut faire des prêts subordonnés aux banques, c'est la stratégie choisie par la France ; ceci contribue à renforcer leur solidité et leur capacité à prêter, mais ne fournit pas de bases juridiques pour influencer leurs pratiques ; l'État finance sans avoir son mot à dire. La méthode britannique est préférable : faire entrer l'État dans le capital des banques et dans leur conseil d'administration. Ceci entérine la ruine des actionnaires et jette les bases d'une nouvelle gestion des banques : en particulier, celles-ci vont devoir réduire les rémunérations excessives des dirigeants et des opérateurs.

Mais ces interventions posent la question du statut des banques. Celles-ci bénéficient d'une double garantie : celle de leurs dépôts et des prêts qu'elles reçoivent. Elles se retrouvent investies d'une fonction de service public : fournir du crédit. Leurs fonds propres étant la garantie de ce service, elles perdent le droit de les utiliser à leur guise. Leur statut échappe aux règles de la concurrence. Faut-il considérer ce nouveau régime comme temporaire, ou comme une base pour recentrer les banques vers leurs métiers et leur interdire les activités spéculatives ?

Quel nouveau Bretton Woods ?

Le sommet du 15 novembre à Washington a ouvert une phase de réforme du système monétaire et financier international. La situation est favorable puisque la crise renforce la position des pays européens régulateurs et met en difficulté les pays anglo-saxons libéraux,

les pays émergents ont pris place autour de la table, et Barack Obama comme Gordon Brown sont conscients de la nécessité d'une rupture.

Les pays de l'Union européenne sont arrivés au Sommet avec des positions précises pour réguler la finance mondiale. Ce sont pour l'essentiel celles que Gordon Brown avait proposées dans son mémorandum du 16 octobre, *An International Programme for Strengthening the Global Financing System* et que la présidence française de l'Union européenne avait précisé dans sa note du 31 octobre. Au contraire, les États-Unis sont venus les mains vides.

La déclaration du Sommet est de très bonne qualité. Même s'il s'agit d'un compromis, elle ne se contente pas de déclarations d'intentions, mais lance des pistes précises d'action. Elle reconnaît que la crise est due aux dysfonctionnements des marchés financiers internationaux et à des politiques macroéconomiques incohérentes. À court terme, elle préconise une relance monétaire et budgétaire (même si celle-ci n'est pas chiffrée, ni organisée) et la hausse des moyens d'intervention du FMI et de la Banque mondiale.

La déclaration rejette le protectionnisme, plaide pour la conclusion du cycle de Doha, l'ouverture des économies, le respect des principes de l'économie de marché et de la concurrence, tout en reconnaissant 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.

Le texte propose une réforme du FMI et du Forum de stabilité financière (FSF). Le poids des économies émergentes y serait augmenté ; mais, il n'est pas prévu de restructurer le FSF de façon à ne pas représenter seulement les intérêts de la sphère financière, mais aussi ceux de la sphère productive. Le FMI devrait anticiper et prévenir les crises. Toutefois, le texte ne lui donne 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, la lutte contre les excès de la spéculation et les bulles financières non plus. Les leçons de la crise ne sont pas totalement tirées.

L'essentiel du texte est consacré à un projet détaillé de réforme des marchés financiers. L'objectif est de renforcer leur régulation sans remettre fondamentalement en cause leur fonctionnement. Par exemple, l'action des régulateurs doit soutenir « la concurrence, le dynamisme et l'innovation sur les marchés financiers », mais « les régulateurs doivent être capables de s'adapter rapidement aux innovations ». Faut-il maintenir cette course inutile entre innovations et régulation ?

Le document propose de renforcer la transparence des marchés et des produits, notamment « des produits financiers complexes ». Mais ne vaudrait-il pas mieux interdire certains produits dont le risque n'est pas calculable ? Les produits financiers doivent être plus simples ; leurs détenteurs doivent être capables de les comprendre et de les évaluer.

Les risques systémiques des marchés de dérivés de crédit doivent être réduits. Mais le texte ne remet pas en cause leur existence, alors qu'ils sont responsables de la crise. Les normes comptables doivent être améliorées pour être plus transparentes et pour promouvoir la stabilité financière. Est-ce compatible ?

Tous les marchés, produits et acteurs doivent être soumis à une régulation. Le texte propose de contrôler les paradis fiscaux et réglementaires. Ne faudrait-il pas s'y attaquer frontalement en interdisant aux entreprises et institutions financières d'y localiser leurs opérations ?

Les agences de notation doivent être contrôlées, éviter les conflits d'intérêt, améliorer leurs méthodes, en particulier pour les produits structurés. Faut-il maintenir des agences rémunérées par les émetteurs de titres ? N'est-ce pas aux investisseurs de développer leur compétence pour évaluer les produits qu'ils achètent ?

Le texte prévoit d'améliorer les ratios prudentiels pour intégrer les opérations de titrisation et les opérations hors bilan. Il propose que la régulation prudentielle tienne compte de la situation conjoncturelle. Actuellement, la régulation est procyclique 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 exigences de fonds propres varient selon la conjoncture et 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.

Le texte 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. Il faudrait que le niveau des rémunérations corresponde effectivement à l'utilité sociale des emplois.

Le texte prévoit 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 ?

Peut-on avec des mesures techniques lutter contre l'instabilité inhérente au capitalisme financier ? Certes, il faut plus de transparence, 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*.

La crise a remis 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 ? Ne faut-il pas se donner comme objectifs une baisse des rentabilités requises par les marchés, une réorientation des missions du système bancaire vers le financement des activités productives, un dégonflement du secteur financier et une diminution du rôle des marchés financiers : plus de retraites par répartition, des changes mieux contrôlés, plus d'investissements directs et moins de capitaux spéculatifs ?

Le G20 a demandé aux ministres des Finances de proposer des mesures concrètes d'ici trois mois. La déclaration adoptée le 15 novembre permet d'espérer qu'il n'aboutira pas à un compromis boiteux, une régulation trop timide que le dynamisme des marchés financiers videra vite de son sens, mais à un nouveau Bretton Woods qui permettra aux institutions mondiales de mieux gérer l'évolution économique. ■

Abonnements
Tél/ 01 45 49 83 64 - Fax/ 01 45 49 83 34

Directeur de la publication :
Jean-Paul Fitoussi

ISSN N° 0751-66 14 ■ Commission paritaire n° 65424
Mise en page : Nathalie Ovide
Imprimerie Bialec, Nancy
Prix : 4,20 €

Maquette : Najette Moumni