

Le capitalisme financier international en crise

Jérôme Creel, Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak

OFCE

Version préliminaire, février 2009

La mondialisation et la globalisation financière ont fortement impulsé la croissance mondiale depuis quinze ans. Le capitalisme financier international 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, comme à son instabilité : 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 1992-93, la crise mexicaine en 1994-95, la crise asiatique de 1997-98 ; la crise russe et la faillite du fonds LTCM en 1998 ; la crise du Brésil en 1999 et en 2002 ; le krach des valeurs de la Nouvelle Economie 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 l'activité des firmes multinationales, des marchés financiers, et de stratégies nationales non coordonnées, le tout sans institutions de gouvernance mondiale.

Tableau 1. Taux de croissance annuel moyen du PIB en volume en %

	Monde	États-Unis	ZE	RU	Japon	PED
1980-94	2,9	3,0	2,1	2,2	3,2	3,1
1994-07	3,8	3,1	2,2	2,9	1,2	5,5

Source : FMI.

Depuis le début des années 1980, l'économie mondiale a connu un prodigieux développement 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). Sur ces marchés se 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 cependant que les marchés sont au mieux myopes, sans doute aveugles, en tout cas instables, moutonniers et cyclothymiques. La globalisation financière permet le gonflement durable de déséquilibres qui finissent pourtant par éclater. La crise financière de 2007-2008 a détruit les fondements théoriques de la finance globalisée et a fait imploser les marchés financiers mondiaux. La crise financière, qui a mis une nouvelle fois en évidence l'irrationalité et l'absence de contrôle des marchés financiers, amène à poser la question de la viabilité des modes de fonctionnement de la finance globalisée. L'économie mondiale est-elle condamnée à aller de crise de crise ? Peut-elle échapper à cette domination ? Les décisions de production et d'investissement, les taux de change et les taux d'intérêt doivent-ils dépendre des jeux des marchés financiers, de la

cupidité, dénoncée dans son discours d'investiture par le Président américain B. Obama, de certaines couches de la population mondiale et de la naïveté désarmante de la grande masse des épargnants ? Une meilleure gouvernance mondiale est-elle possible ?

Le triomphe du libéralisme a été une victoire à la Pyrrhus. Les marchés ont été 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, ainsi que l'Allemagne, premier exportateur mondial) y sont opposés, 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 organiser les marchés financiers pour en réduire la volatilité ? Comment contrôler efficacement les institutions financières ? Comment diminuer la rentabilité requise par les détenteurs de capitaux ? Comment mettre sur pied des normes de bonne conduite 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 :

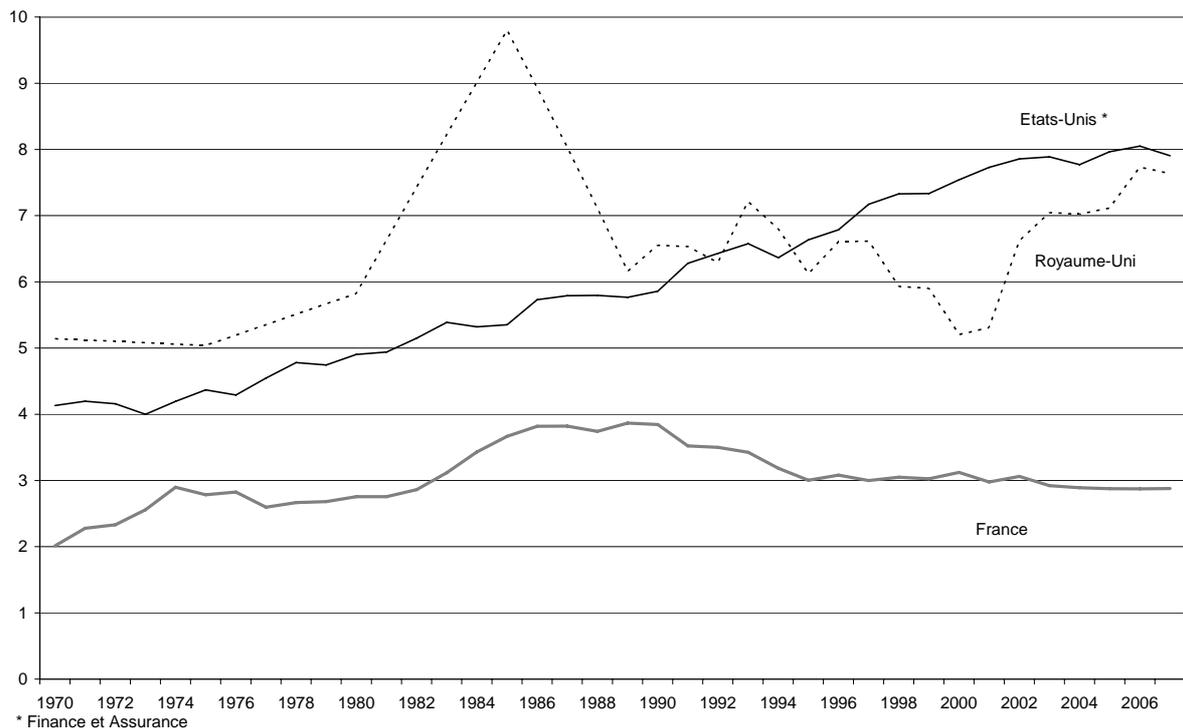
- il faut remettre en cause les stratégies nationales basées sur les forts excédents - celles de la Chine et de l'Allemagne - ou les forts déficits commerciaux - celles des États-Unis, de l'Espagne et du Royaume-Uni, qui sont une des sources de l'instabilité chronique du capitalisme financier global.
- Ceci suppose de remettre en cause les modèles de croissance tirée par les exportations au détriment de la demande intérieure ; basée sur l'endettement ou la bulle financière et non sur les salaires. Les entreprises doivent 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 faut réduire la rentabilité financière et la spéculation. Il faut recentrer les banques vers le crédit et limiter les 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) ?

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 ?

A l'aune de cette crise sans précédent, deux stratégies polaires semblent possibles. La première stratégie est une stratégie libérale consistant à atténuer les effets de la crise par une politique de soutien de l'activité et de sauvetage des banques en difficulté, en maintenant de bas taux d'intérêt mais aussi le cap des réformes dites structurelles : la Bourse et la Finance repartiraient alors 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, sorte de « *business as usual* » dont l'efficacité 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.

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

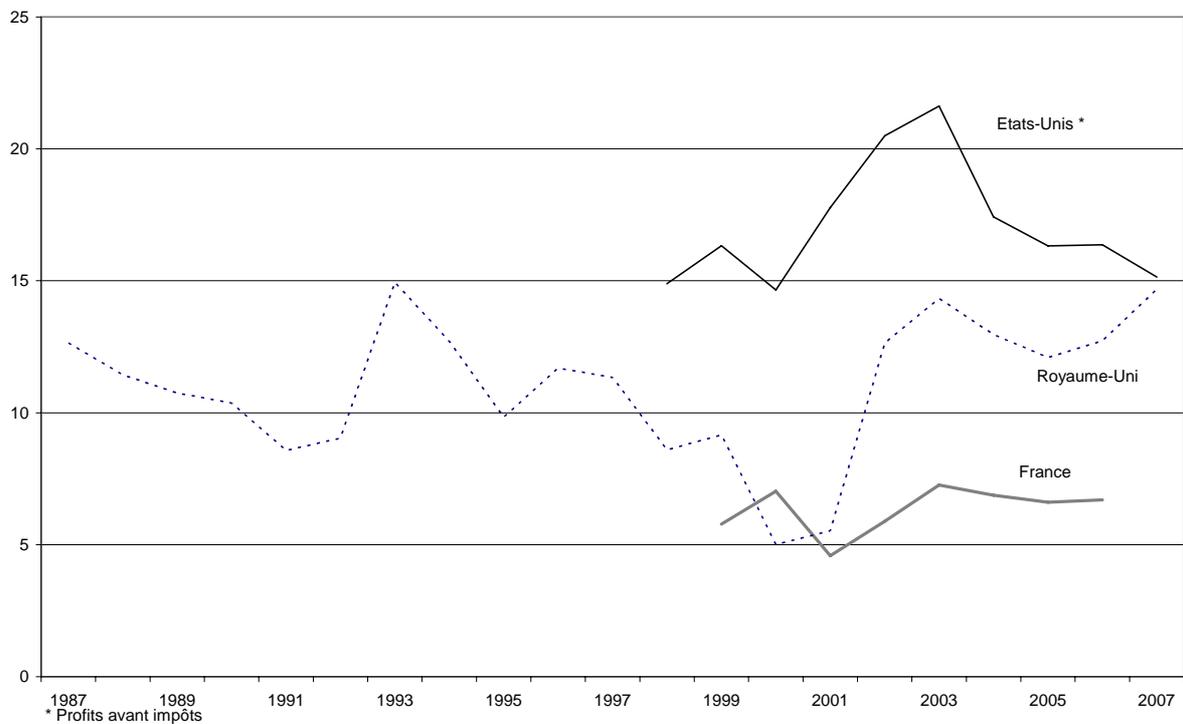
En %



Source : Comptes nationaux

1bis. Part des activités d'intermédiation financière et d'assurance dans le total des profits

En %



Source : Comptes nationaux

La seconde stratégie, sociale-démocrate et régulationniste, nécessite que des réformes profondes soient entreprises, amenant à une forte réduction du poids des marchés et des institutions financières sur les décisions des investisseurs, et au recentrage des banques sur le crédit aux opérations productives. 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 pas la possibilité).

La suite de cet article introductif montre l'ampleur de la globalisation financière et les déséquilibres qu'elle a générés. De ce point de vue, la crise de 2007-2008 apparaît comme un révélateur. L'article conclut par une discussion critique des projets de réforme de la gouvernance mondiale des marchés et des États et par un plaidoyer en faveur d'un recentrage des activités bancaires vers le financement de l'économie réelle qui, en les détournant d'activités spéculatives, assurera leur solvabilité, donc leur pérennité.

La globalisation financière

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 technologies 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 risques qui consistent à tirer parti des différences de prix, soit d'un même actif entre deux places, soit entre deux actifs équivalents¹) 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 passent par des paradis fiscaux et réglementaires comme les Îles Caïman, les îles anglo-normandes, le Luxembourg. La

● _____
¹ 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.

réglementation est contournée par les innovations financières. La notation, fournie par les agences de notation, est problématique. Comme l'a montré la crise des *subprimes*, nul ne peut évaluer les risques pris par les institutions financières.

La sphère financière a connu un tournant au début des années 1980. Jusqu'à cette date, 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 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 est revivifié par des politiques de déréglementation 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 (aux États-Unis d'abord) s'est propagée en Europe avec la déréglementation 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. Le détenteur de capital exige maintenant d'être rémunéré 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 peuples²) ; 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 est là pour que les intérêts des détenteurs du capital soient 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,

● _____
² Les liens entre la politique menée par la banque centrale et la politique de financement de l'économie par le système bancaire et financier sont toujours aussi forts et l'indépendance de l'une par rapport à l'autre est impossible.

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. Il s'ensuit une baisse de la taille des États qui rend paradoxal le plaidoyer actuel en faveur des stabilisateurs automatiques.

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 ?

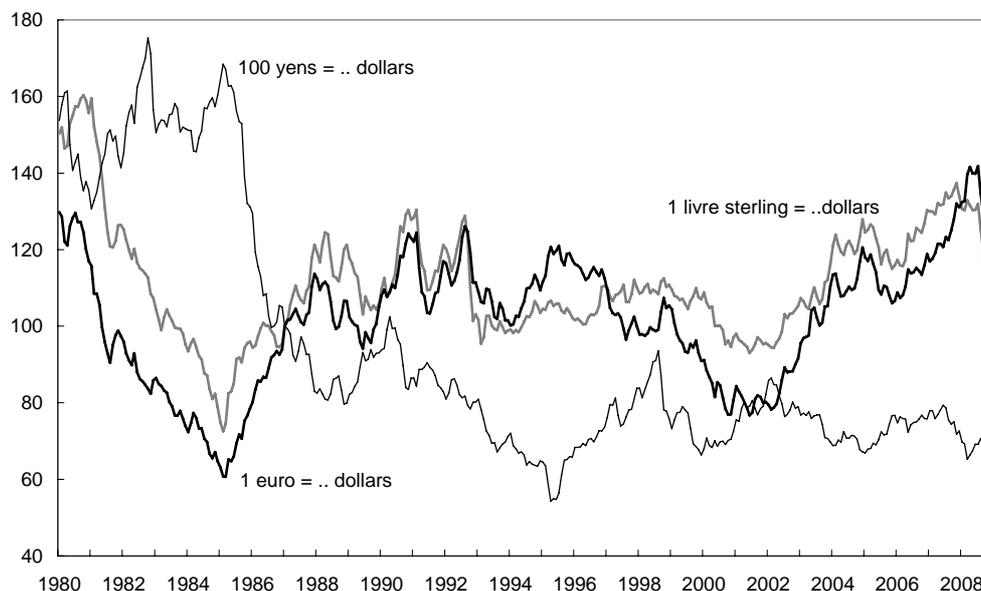
Ce régime présente trois qualités. Il fonctionne automatiquement ; il n'y a plus de crise de change à proprement parler. Chaque pays peut fixer librement sa politique monétaire et la modifier en fonction de l'évolution de sa conjoncture. Chaque pays peut s'endetter relativement facilement ; à l'échelle 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. Ils tendent alors à fluctuer de façon excessive compte tenu de l'absence d'un ancrage pour les anticipations des marchés (graphique 2). Ceci reste vrai même si les taux d'inflation sont relativement stables et bas. Ces fluctuations 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 les changements d'opinions des spéculateurs. Nul ne sait quels sont les taux de change d'équilibre de long terme, si tant est que cette notion ait un sens.

La politique monétaire revêt ici une grande importance, car elle joue par son effet 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 des politiques économiques. 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. Pis, 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.

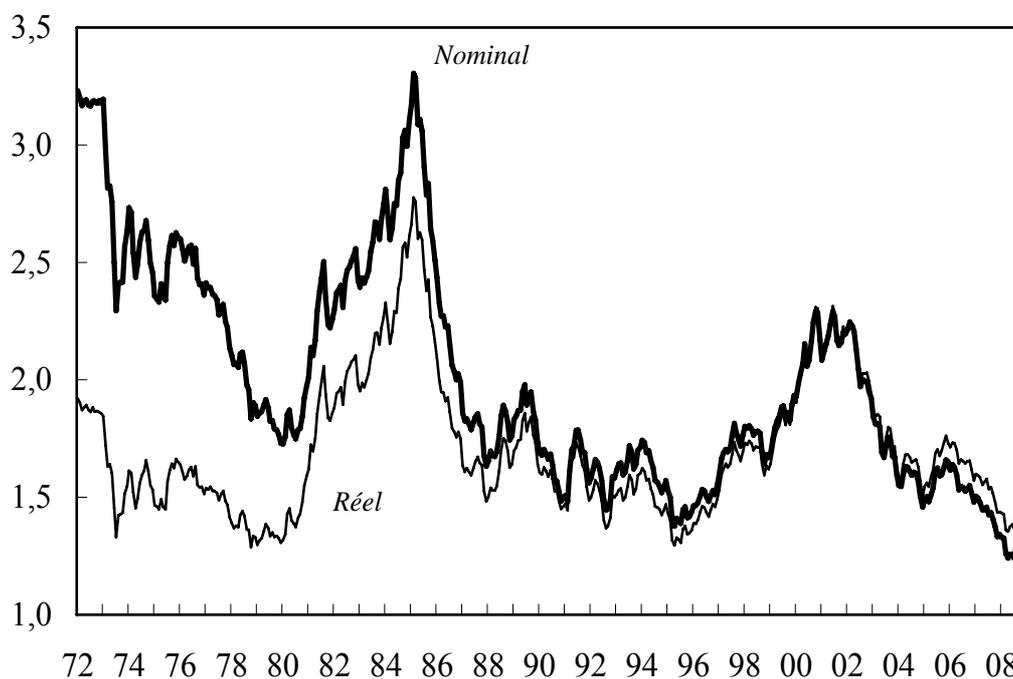
Graphique 2. Taux de change : des évolutions désordonnées....

Base 1987m1 = 100



Source : Datastream

Graphique 2bis. Taux de change nominal et réel euro/dollar



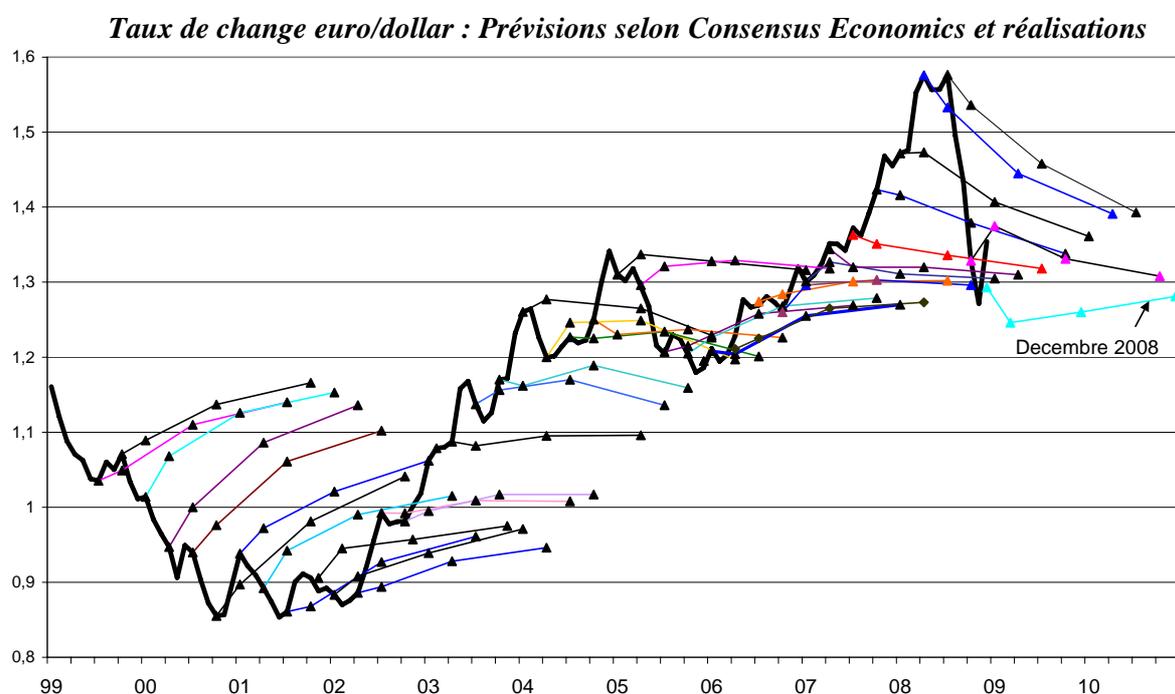
Sources : Sources nationales, Datastream

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 surappréciation 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 ou de taux d'intérêt et ne contribuent guère à équilibrer les soldes courants. De plus, la plupart des évolutions ne sont pas anticipées par les marchés eux-mêmes. Les changes flexibles ne sont pas le mécanisme stabilisant que prévoyaient leurs partisans. Ces développements éveillent donc la question suivante : faut-il laisser les prix les plus fondamentaux à l'échelle mondiale fluctuer ainsi, attribuant au hasard des gains et des pertes de compétitivité ?

Graphique 3



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. Ainsi, le dollar s'est déprécié de 0,90 euro en 2001 à 1,25 en 2003-2004 pour atteindre 1,60 euros à la mi-2008. 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 ; 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 (graphique 3). Début 2008, l'euro valait en fait 1,49 dollar (soit une hausse de 14,6 %). De même, le dollar a baissé de 0,88 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 en janvier 2002.

De même, la livre sterling a perdu 14 % de sa valeur par rapport à l'euro entre septembre 2007 et avril 2008, puis encore 10 % entre septembre et décembre 2008, le marché se rendant brusquement 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 prévoient 1,43 euro ; la valeur effective fut de 1,25.

De même, les opérateurs ont pris l'habitude depuis 2005 de s'endetter en yen pour placer en dollar, pour gagner l'écart entre les taux d'intérêt japonais (proche de 0) et les taux américains proche de 5 %, en oubliant les risques de remontée du yen. Cette stratégie induit une baisse du yen (tableau 2) ; elle est donc doublement rentable. Elle a provoqué une baisse du yen de 1 dollar =103 yens en janvier 2005 à 1 dollar =124 yens en juillet 2007, soit un gain de 30 % pour les spéculateurs, alors que le Japon était fortement excédentaire et les États-Unis déficitaires. Les marchés ont donc provoqué une baisse déstabilisante du yen. Ce mouvement s'est retourné brutalement : 1 dollar valait 93 yens début 2008, les spéculateurs ont donc perdu 19 % en 18 mois.

Tableau 2. La rentabilité de la stratégie de « yen carry trade »

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

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 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. Ainsi, ne réussit-il 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 brutaux et non prévus des flux de capitaux. Ainsi, en 2008, on a vu le dollar connaître une forte baisse, 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 que les observateurs attribuent aux désirs des investisseurs américains de rapatrier leurs capitaux en raison de la hausse de leur aversion au risque et aux investisseurs des pays émergents de retrouver la sécurité des marchés américains.

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 que fait peser sur leurs économies une croissance basée sur des apports nets de capitaux étrangers.

En 1995, la Chine avait décidé de fixer 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, comme l'a longtemps fait l'administration Bush et comme vient de le réitérer l'administration Obama ou comme certains économistes américains le prétendent, reprocher 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 fixée par le FMI, ne leur interdit cette stratégie. Il est tout à fait injustifié et injuste, dans le contexte de non-gouvernance mondiale actuel, de mettre la Chine seule 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. A 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 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 nuit à la compétitivité et devient 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 longtemps 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. Mais dans ce cas, l'euro devient la variable d'ajustement du système monétaire international et les Européens sont dès lors les victimes des stratégies de croissance différenciées des États-Unis, d'un côté, et des pays émergents, de l'autre.

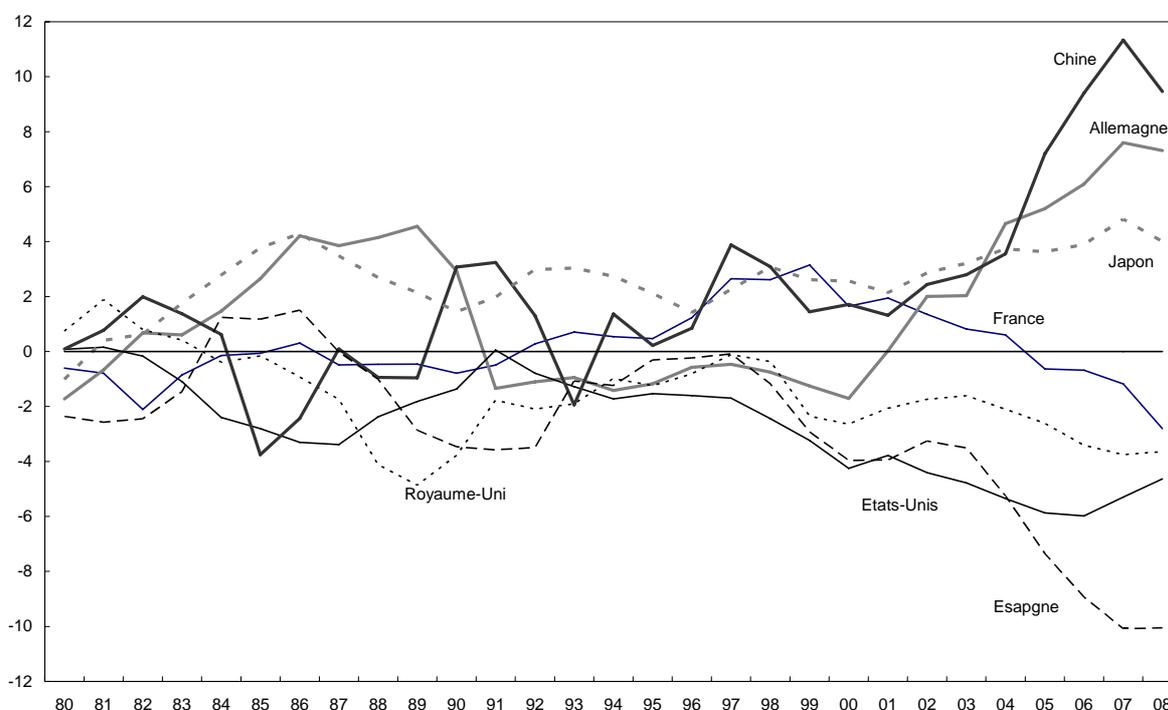
Le système actuel est donc hétéroclite et bancal. Mais comment le réformer ? Nous sommes devant une alternative sans solution entre des changes gérés collectivement par le FMI, par exemple, qui posent la question des divergences d'intérêt entre pays, et des changes flexibles, qui présentent obligatoirement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

Des flux de capitaux mal orientés

Les épargnants peuvent diversifier leurs placements de capitaux dans toutes les places financières, ce qui théoriquement réduit le risque et augmente la rentabilité de leurs portefeuilles. Les PED peuvent importer de l'épargne des pays développés. Ils n'ont pas besoin de faire immédiatement un effort d'épargne trop important. Ils peuvent escompter à l'avance le fruit de leurs exportations. Mais ce schéma idéal ne se vérifie plus guère depuis 10 ans.

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 stratégie possible serait que ces pays accumulent des excédents courants placés dans les pays jeunes. Plus tard les pays riches vivraient de leurs rentes, mais 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 faut qu'il accumule à l'étranger environ 100 % de son PIB. Des pays comme le Japon ou les Pays-Bas ont réussi à accumuler des excédents importants. Les placements dans les PED posent toutefois des questions délicates de sécurité, de liquidité, de rentabilité : les placements auprès des Bourses des pays émergents sont fortement risqués ; des investissements directs étrangers (IDE) seraient moins risqués, mais la capacité d'absorption des pays émergents est limitée. De plus, ces pays préfèrent utiliser leur épargne propre.

Graphique 4. Soldes courants, en points de PIB



Source : FMI

Tableau 3. Soldes courants en 2007

	Milliards de dollars	% du PIB
États-Unis	-739	-5,3
Royaume-Uni	-115	-4,2
Zone euro	29	0,2
Suède-Danemark	42	5,5
PECO	-93	-7,7
Japon	212	4,8
Norvège	65	16,4
Suisse	71	16,9
Chine	382	9,4
Autres Asie	125	
Amérique latine	24	
Moyen-Orient	210	
Afrique	2	
Australie/Canada/NZ	-54	
Russie et CEI	77	4,5
Turquie	-39	-5,8
Total	194	

Tableau 3bis. Solde courant (milliards de dollars) UE en 2007

	Milliards de dollars	% du PIB
Luxembourg	4,9	9,1
Pays-Bas	50,3	8,4
Suède	38,1	8,3
Allemagne	255,7	6,9
Autriche	11,7	4,7
Finlande	10,5	4,4
Belgique	6,1	3,3
Danemark	3,5	1,1
République tchèque	-4,3	-2,3
Italie	-54,1	-2,6
France	-71,4	-2,8
Pologne	-15,8	-3,7
Royaume-Uni	-115,4	-4,2
Slovénie	-2,2	-4,7
Irlande	-12,8	-5,0
Slovaquie	-4,0	-5,0
Hongrie	-6,9	-5,0
Malte	-0,4	-5,5
Chypre	-1,6	-7,3
Portugal	-22,0	-9,8
Espagne	-146,2	-10,0
Lituanie	-5,3	-13,8
Roumanie	-23,1	-13,9
Estonie	-3,2	-14,9
Grèce	-44,4	-16,2
Bulgarie	-8,7	-22,0
Lettonie	-6,3	-22,9
Total	-167,3	-0,9

L'absence de régulation à l'échelle mondiale fait que chaque pays poursuit un objectif de solde courant sans se soucier de la cohérence mondiale. Certains pays accumulent des excédents. C'est le cas des pays producteurs de pétrole : Moyen-Orient (210 milliards de

dollars en 2007), Russie (77 milliards), Norvège (65 milliards). C'est le cas aussi des pays qui basent leur croissance sur leurs performances à l'exportation : Japon (212 milliards) et, surtout, Chine (382 milliards de dollars d'excédent, graphique 4).

Dans la zone euro, les excédents de l'Allemagne et des 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. S'y ajoutent les excédents des pays Nordiques (Pays-Bas, Suède, Finlande,) qui épargnent pour financer leurs retraites.

Les États-Unis ont un déficit de 5,3 % du PIB qui, par sa masse (739 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, avoirs mal rémunérés et risqués, alors qu'ils pourraient détenir des euros ou accumuler des actions. A l'aune de cette « bonne volonté », le déficit extérieur américain n'est pas soutenable : depuis 2002, sa contrepartie n'a pas été des IDE ou des placements boursiers, mais des placements ne rapportant que le taux d'intérêt. 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 ; en conséquence, 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 crise de 2007 avait 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.

Aussi, la configuration actuelle des déséquilibres mondiaux n'est-elle 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 institutions financières prêteuses ont intérêt à limiter les placements productifs, comme les investissements directs, peu liquides et relativement peu rentables, au bénéfice des placements liquides et fortement rémunérateurs. Ceux-ci ne peuvent être obtenus que sur les marchés des pays industrialisés (États-Unis ou Royaume-Uni) et de surcroît grâce à des montages financiers reposant sur des bulles spéculatives. En sens inverse, les pays émergents échaudés par les crises passées, ont intérêt à ne plus dépendre des *esprits animaux* des marchés financiers ; ils sont réticents à maintenir des régimes de change fixe, qui laissent progressivement s'accumuler des déséquilibres insupportables avant d'offrir des proies faciles à la spéculation. Ils sont réticents à laisser le taux de change dériver selon l'inflation ou selon les humeurs des spéculateurs. Ils sont réticents à courir le risque de devoir recourir au FMI ; ils gèrent leur taux de change en essayant de le maintenir un niveau relativement bas et s'obligent à être excédentaires. C'est le cas des pays d'Amérique latine et d'Asie en développement (tableau 3). L'Afrique a un solde équilibré. Les PECO et la Turquie sont les seules zones émergentes qui bénéficient d'entrées nettes de capitaux.

La libéralisation financière n'est pas une condition *sine qua non* de la croissance. Elle a 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, 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 1997/98. 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 devraient 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 participations tandis que les entrées de capitaux flottants spéculatifs devraient être découragées.

Des stratégies nationales en crise

Avec la mondialisation commerciale, tous les systèmes de production nationaux sont mis en concurrence. Les firmes multinationales peuvent choisir leurs lieux d'implantation, pour les activités de production, de R&D, de ventes et de distribution comme pour leurs sièges sociaux. L'ouverture des économies rend plus rentable 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 avec les cadres dirigeants des firmes multinationales ou des institutions financières et avec 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.

Certains pays, comme l'Allemagne et la Chine ont choisi une croissance tirée par l'extérieur avec des salaires relativement faibles et l'accumulation d'excédents extérieurs. 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 4).

Tableau 4. Traits saillants de la croissance 2000-2007

	Evolution de la part salariale 2007/2000	Solde courant en 2007/2000	Croissance 07/00		
			PIB	DI	D.ext
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

La Chine, pour sa part, a connu une croissance particulièrement dynamique, 9,1% l'an de 1995 à 2007. Durant cette période, son excédent courant est passé de 2 milliards à 355 milliards de dollars (10,8 % de son PIB). La Chine a un taux d'investissement particulièrement élevé (44,7 % du PIB en 2007) et un taux d'épargne encore plus fort (54 %) 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 (maladie, 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 une accumulation au taux désiré.

- une équation de consommation : $C/Y = c(1 - k\pi - s_p)$ 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. L'appréciation du change induirait un déficit de demande.

Une amélioration du système financier permettrait le même investissement avec un profit plus faible, ceci permettrait une croissance plus vigoureuse et une certaine réévaluation de la monnaie. De même, le développement de la protection sociale 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.

Certains pays (États-Unis, et à un moindre degré Royaume-Uni), autres gagnants de la mondialisation, avaient choisi une croissance caractérisée par le creusement des inégalités et la stagnation des salaires et des revenus de la majorité des ménages (tableaux 5). En

contrepartie, la consommation des ménages a été impulsée par la hausse de leur endettement et l'illusion de richesse qu'induisaient les bulles financière et immobilière³.

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'aurait jamais dû être perçue comme extrapolable.

Tableau 5a. Evolution du revenu réel des ménages par quintiles (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 5b. 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 5c. Evolution des salaires par déciles

	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 moyen en 2004-2007 aux États-Unis, -1,5 % au Royaume-Uni, contre 12,3 % en France et 10,6 % en Allemagne (en taux d'épargne net). Ceci peut sembler paradoxal dans la mesure où l'importance de la retraite par capitalisation devrait induire un niveau élevé du taux d'épargne des ménages ; où les dépenses publiques devraient donner une certaine sécurité aux ménages dans les pays

³ En effet, comment ne pas considérer comme parfaitement illusoire un effet de richesse lié aux prix de l'immobilier, à moins d'être suffisamment bien doté en logements pour pouvoir imaginer se passer de l'un d'entre eux pour profiter de la hausse des prix ?

sociaux-démocrates ; où les pays libéraux ont une répartition plus favorable aux couches les plus favorisées de la population, qui devraient épargner plus. En fait, il apparaît que 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 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, ce qui est du reste aussi le cas en France et en Italie.

Tableau 6. Richesse des ménages (relativement à leur RDB) fin 2006

	Richesse nette	Richesse financière	Logement	Dettes
États-Unis	5,8	4,5	2,7	1,4
Royaume-Uni	8,6	4,8	5,5	1,7
Japon	7,5	5,3	3,4	1,3
Allemagne	6,1	3,0	4,2	1,0
France	7,9	3,0	5,8	1,0
Italie	9,4	3,8	5,4	0,7

Source : OCDE.

Tableau 7. Croissance de la dette des ménages et plus-value (en % du RDB)

	D (dette) 95-06	PV 95-05
États-Unis	4,4	9,5
Royaume-Uni	6,3	23,4
Japon	0,1	-5,1
Allemagne	0,7	-5,4
France	2,8	20,5
Italie	3,4	15,6

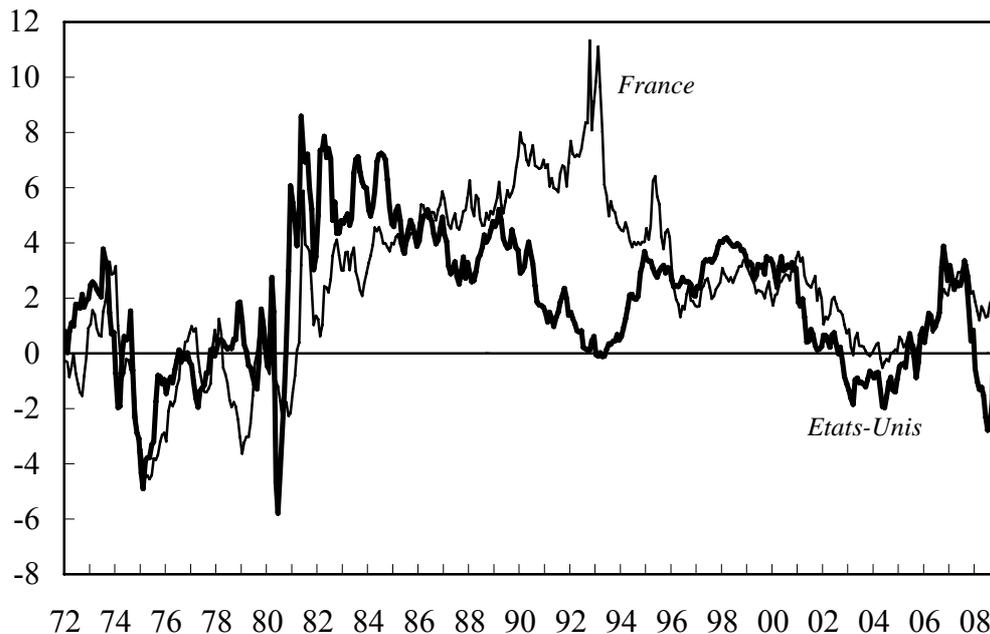
Source : OCDE.

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 5) a été nul ou négatif de 2002 à 2005 ; sa hausse en 2006-07 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 demande insuffisante.

Au total, il apparaît que les États-Unis (et à un moindre degré le Royaume-Uni) ont 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 5c) ; 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 (en volume). Cette tendance dépressive a été partiellement 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 réclamait un certain laxisme du secteur financier qu'on perçoit dans le développement des crédits *subprimes* 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 cependant, parce qu'elle est basée sur un endettement incontrôlé et des déséquilibres permanents, n'est pas durable.

Graphique 5. Taux d'intérêt réels à 3 mois.



Sources : sources nationales, Datastream

Les États-Unis et le Royaume-Uni devraient augmenter leur épargne intérieure et laisser se déprécier leurs monnaies. Ceci n'est possible, puisque ces économies étaient au plein-emploi en 2006, que si une baisse de la consommation intervient. Cette condition a de bonnes chances d'être satisfaite automatiquement par la baisse de la croissance de l'endettement et la fin des bulles. En contrepartie, il faudrait une relance dans d'autres parties du monde. On retrouve ainsi le *credo* de l'économiste américain Ben Bernanke avant qu'il prenne ses fonctions de président de la Réserve fédérale : avant la crise, les déficits américains reflétaient, selon lui, le manque de croissance des autres pays du monde, le surinvestissement des États-Unis n'étant que la contrepartie de la surabondance d'épargne du reste du monde. Avec la survenue de la crise et les différents chocs auxquels sont confrontés les États-Unis, la baisse de l'investissement américain devra désormais aller de pair avec la relance de l'investissement du reste du monde.

La situation actuelle, qui a abouti au creusement de profonds déséquilibres macroéconomiques, n'est pas satisfaisante. Elle supposait les États-Unis jouent un rôle de *leadership* mondial en terme de croissance, mais ceux-ci semblent aujourd'hui incapables de maintenir ce rôle. Pourrait-on faire mieux ? Comment organiser une régulation

macroéconomique mondiale ? Sous l'égide du FMI⁴, 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 représentants du G20 et des grandes zones économiques.

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 ? 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 ? 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 ? Que ferait-on si un pays refusait les décisions prises ?

Une description des 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 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 risques⁵. 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 perçu comme 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

⁴ Mais ceci suppose que l'influence des États-Unis sur le FMI soit réduite.

⁵ 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.

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 le risque pris.

Le marché obligataire regroupe des titres de plus longue maturité. Le taux 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. Il existe une prime pour inciter les agents à prêter à long terme et à s'endetter à long terme ; cette prime est d'autant plus forte que le taux d'intérêt fluctue. Elle a tendance à être faible quand l'épargne longue est abondante. Elle baisse 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 vont évoluer les taux longs dans le sens nécessaire. En sens inverse, la banque centrale peut baisser les taux courts pour relancer l'activité et les marchés anticiper une hausse de l'inflation et faire monter les taux longs.

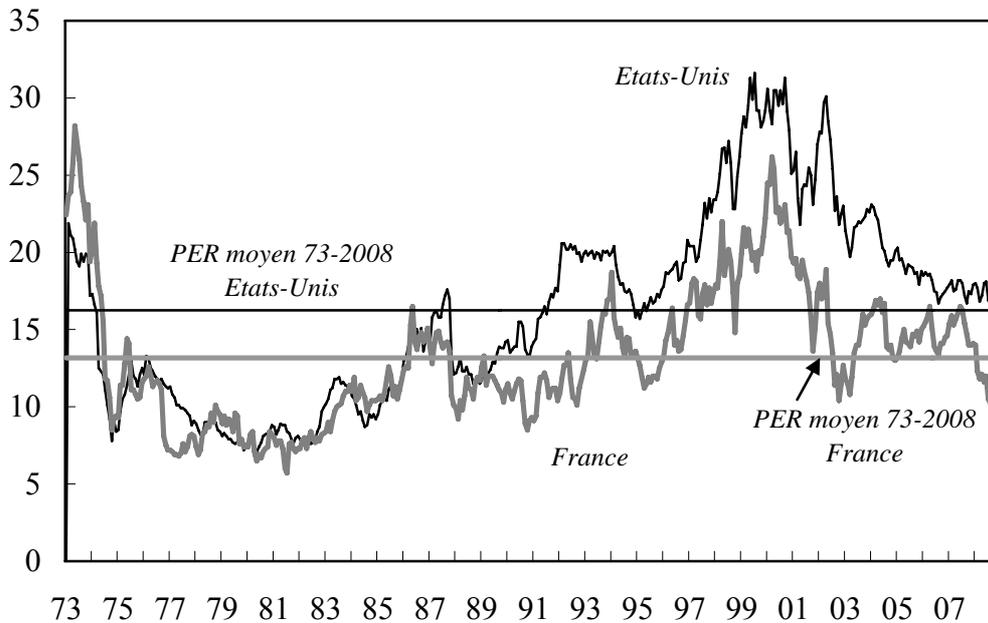
Les actions sont en principe plus rémunératrices que les obligations. Le rapport entre le profit par actions (P) et le cours des actions (C) vaut théoriquement : $P/C = r + \delta$, δ représentant la prime de risque requise par les agents pour prendre le risque de détenir des actions plutôt que des obligations et r le taux d'intérêt réel sur les obligations. Si $r = 2\%$ et la prime de risque 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 évaluer. Ceci permet la naissance de bulles boursières. La hausse de la valeur des titres génère une hausse de la rentabilité *ex post* que le marché extrapole. La croissance des titres est alors déconnectée de celle des profits ; les PER tendent à augmenter : ce fut le cas en France et aux États-Unis de 1995 à 2001 (graphique 6). Certes, une telle évolution peut toujours être justifiée, 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 en 1998-1999 se précipitaient en Bourse parce qu'ils anticipaient une poursuite de la hausse des cours et une forte rentabilité, et non pas parce qu'ils se résignaient à une 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.

Sur les marchés de *swap*, s'échangent des flux d'intérêt : par exemple, un taux fixe contre un taux variable ; de même, le produit d'un portefeuille de crédit peut être échangé contre un taux fixe de 5% : l'acheteur est gagnant si la rentabilité du portefeuille dépasse 5% (bonne conjoncture) ; perdant sinon (mauvaise conjoncture).

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 fonds de couverture, qui jouent un rôle de spéculateurs et d'assureurs. Exemple : Air France achète 1 million de barils à 120 \$ à une

échéance d'un an. Un an plus tard, le baril est à 125 \$. Air France reçoit 5 millions d'\$ perdus par le fonds de couverture. Si le baril est à 100 \$, Air France doit verser 20 millions d'\$. 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.

Graphique 6. Evolution des PER en France et aux États-Unis



Source : Datastream.

Sur les marchés à terme, existent aussi des options. Air France peut acheter le droit d'acheter 1 million de barils à 100 \$ dans un an. Il paie ce droit 5 \$ par baril. Si le baril est à 90 \$, il renonce à son option, il a perdu 5 millions de dollars. Si le pétrole est à 120 \$, il exerce son option. Il va gagner 15 millions de \$. L'option garantit à Air France qu'il n'achètera pas son pétrole plus cher que 105 \$ le baril. Mais l'option est coûteuse si ce sont les seuls acheteurs qui se couvrent.

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 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'a pas de capital à placer. 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).

Les spéculateurs peuvent combiner ces opérations. 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 sur la Bourse américaine sans courir de risque de change ; les spéculateurs peuvent spéculer à la baisse de la Bourse en utilisant des options sur indice :

si la Bourse est de 100, A peut acheter à B l'indice à un an à 110. Si la Bourse est de 90, A a perdu 20 que B a gagné. Ainsi, B peut faire des profits même si la Bourse baisse.

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 au client le choix entre le CAC 40 ou 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 placement financier. Le client qui choisira de garantir son capital aura une rentabilité moyenne, sans risque ; il aurait pu gagner bien plus 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 fonds.

Tableau 8. Partage du risque entre clientèle et Fonds de couverture.

Probabilité	Cours dans 1 an	Clients	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
Rentabilité	9%	5,5%	3,5

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.

Ce fonctionnement des marchés financiers permet de diversifier, donc de réduire, les risques, mais il en crée aussi de nouveaux. Par exemple, vont intervenir 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 (les *hedge funds*). 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. 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

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 110 ; les détenteurs ont gagné 10, mais ce gain est-il extrapolable ? Ne signale-t-il pas un risque de dégonflement et de perte de 10. Deuxième exemple, on compare deux placements : l'un a une rentabilité certaine de 4 % ; l'autre une rentabilité de 5 % (avec 90 % de chance), de -10 % (avec 10 % de chance). Le premier est préférable. Mais, c'est le second qui peut être choisi sur la base des performances passées dans 90 % des périodes.

Le fonctionnement des marchés repose sur l'évaluation de la distribution de probabilité des différents actifs, distribution qui dépend des scénarios macroéconomiques, de caractéristiques spécifiques, des comportements des autres intervenants et des risques d'asymétrie d'information. Les gestionnaires devraient évaluer cette distribution, puis en informer les épargnants. Mais ceci est impossible d'autant plus que les risques ne sont généralement pas probabilisables. Le fonctionnement de la finance globalisée est donc fragile ; il ne peut reposer que sur l'expansion aveugle des marchés ; dès que celle-ci cesse, la finance s'effondre.

Des masses énormes de capitaux⁶

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 produite 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*), destinées 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 accumuler 10 fois son dernier salaire, ce qui représente globalement 6 fois le PIB) auxquels ils doivent assurer une rentabilité satisfaisante. A l'échelle mondiale, s'y ajoutent les capitaux des pays producteurs de pétrole (pays arabes, Russie, Norvège), les capitaux de pays vieillissants (Allemagne, Pays-Bas, pays nordiques) et des nouveaux pays riches, les pays d'Asie en développement rapide (Chine, Japon,...).

En contrepartie, le 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 répugnent à être trop endettées), 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. A un moment donné le marché s'aperçoit que cette rentabilité est totalement 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 (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

• _____
⁶ Cet encadré a été écrit par Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak.

crise des *subprimes* 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.
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 $\pi = 8\%$, $r = 4\%$, $\theta = 2$, $\pi_c = 16\%$.

La rentabilité du fonds dépend de sa capacité à s'endetter à bas coût, donc de la confiance que lui fait 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 *hedge funds*, 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 *hedge funds* bénéficient aussi de l'écart entre les primes de risque et les pertes effectives. 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 le processus de concurrence, d'offrir une rentabilité supérieure aux fonds grand public en leur faisant prendre plus de risque.
5. Les pays ou 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, mais ceux-ci fragilisent 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 par 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'emplois et de salaires rigoureuses et qu'elles limitent leurs investissements aux niches de rentabilité exceptionnelle. La rentabilité industrielle est sans précaution comparée par les marchés à la rentabilité de placements exotiques, 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 illusoire.

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 augmente au taux de 15 % aient constamment une rentabilité de 15 %. 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 tendance à la 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 limiter le capital accumulé par des purges périodiques comme les crises boursières. Le capitalisme financier ne peut connaître une croissance régulière, mais une alternance de périodes de rentabilités élevées, en grande partie illusoire, et des périodes d'effondrement.

De 2003 à 2007, l'indice SBF500 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 posent la question de la domination des intermédiaires financiers sur les marchés boursiers, les taux d'intérêt de long terme et les marchés des changes. Le système actuel est dominé par une logique de marché. Théoriquement, les marchés financiers devraient être efficaces, utiliser au mieux toute l'information disponible et celle-ci devrait se refléter dans les cours. 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 boursier ou les cours de change. Ainsi, le CAC40 avait monté de 2000 en janvier 1996 à 6500 en janvier 2000 (soit au rythme de 30% l'an) ; il a chuté à 3000 en janvier 2003 (au rythme de -20% par an) ; puis est remonté à 6000 en juillet 2007 (au rythme de 20 % par an) ; avant de rechuter à 3000 en janvier 2008 (une perte de 50 % en 1 an et demi).

Ces évolutions ne sont pas anticipées par le marché. Par exemple, début 2007, un euro vaut 1,30 dollar ; les économistes interrogés par *Consensus Forecasts* prévoient un euro à 1,31 dollar début 2008 (soit une hausse de 0,8%). En fait, en janvier 2008, le taux de change est de 1,49 (une hausse de 13,7 %). Autre exemple, le dollar a monté de 0,88 en janvier 2002 à 1,50 en janvier 2008. Durant, cette période, la rentabilité d'un placement en euros a été de 2,7% l'an ; celle d'un placement en dollar de 12,4% (compte tenu des évolutions de change). Cette évolution a-t-elle été anticipée par certains agents ? Était-elle anticipable ? Si oui, pourquoi ces agents n'ont pas investi massivement en dollar en janvier 2002 (de sorte que la hausse du dollar aurait été plus brutale) ?

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 quand le marché a une idée claire de l'évolution, du *momentum*. Ce consensus se traduit par une évolution durable des cours de Bourse ou du taux de change dans un sens précis ; 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 le dollar est fort en raison de la nouvelle économie, 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 forte 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'ils ont tort. Une institution financière ne peut annoncer à ses clients que les cours de la Bourse sont surévalués et qu'ils doivent 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 tous le monde ; quand elle chute, ils ne peuvent être rendu 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. A court terme, c'est l'opinion majoritaire qui importe et qu'il faut prévoir plutôt que le fondamental. Les marchés sont auto-validants. Si j'entends que 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 assurée... Les suiveurs prennent progressivement le train en marche. Ceci fait progressivement monter la Bourse et attire d'autres suiveurs. Les précurseurs prennent conscience que les cours ont trop augmenté ; ils 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 reviennent après quelques années...

La hausse des prix des actions et des actifs immobiliers permet une croissance bâtie sur la bulle financière. Les ménages sont plus riches et consomment plus sans hausses de salaires et sans déficit public, sans nuire à la compétitivité des entreprises, puisque la richesse augmente grâce aux plus-values. Ils peuvent financer leurs retraites sans réduire leur consommation. C'est le miracle des économies anglo-saxonnes. Une couche importante de ménages devient ainsi des capitalistes. Tous ces ménages et toute l'industrie financière ont ainsi intérêt à la hausse perpétuelle des actions et du prix de l'immobilier, donc à la poursuite de la bulle.

De même, la bulle financière 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. La bulle financière s'accompagne d'un fort effet expansionniste.

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.

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. Compte tenu de l'excédent d'épargne due à des causes nationales (baisse de la part des salaires, fort épargne des ménages en Europe) ou mondiales, 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 CAC40 a ainsi connu une hausse de 263 % de janvier 1996 à septembre 2000, puis une baisse de 58 % jusqu'à août 2003, une hausse de 100% jusqu'en juillet 2007, enfin une chute de 50 % jusqu'en janvier 2009, soit une croissance annuelle moyenne de 3 %, avec de fortes fluctuations sans commune mesure avec les variations des profits des entreprises. La chute actuelle 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 ?

Les opérateurs sur les marchés financiers reçoivent de fort bonus liés 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).

Les métiers de la finance sont devenus les plus rémunérateurs, attirant ainsi les étudiants les plus performants vers des activités socialement inutiles (et même néfastes). Les revenus des traders et spéculateurs augmentent les inégalités sociales ; servent de modèle pour cadres supérieurs des entreprises, les ingénieurs, les médecins et les professeurs; détruisent progressivement la cohésion sociale et affaiblit l'État-providence, d'autant plus que la concurrence fiscale impose progressivement de diminuer leurs impôts.

Ce n'est pas sans une sombre ironie que l'on peut relire aujourd'hui toute cette littérature d'économistes les plus distingués, d'experts de l'OCDE ou de la Commission européenne, détaillant à l'envi les réformes indispensables du marché du travail et la flexibilité requise des salariés, sans que jamais la nécessité de réforme des marchés financiers ne soit évoquée.

Le système financier fonctionne ainsi avec des bulles et des effondrements, sous un risque permanent d'évolutions instables. Il n'existe pas de placements fortement rentables et sans risque. 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 ?

Le marché financiers, la Bourse et les entreprises

Le capitalisme financier a repris le pouvoir dans les entreprises au détriment des managers. Les managers 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 managers qui persuadent les actionnaires d'une entreprise qu'ils seront capables de

gérer l'entreprise mieux que les managers actuels. Aussi les dirigeants des entreprises ne peuvent-ils plus avoir d'état 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 managers pour vérifier que leur seul objectif est bien de créer un maximum de valeur pour les entreprises.

Jadis, l'objectif des managers était proche de celui des travailleurs, c'était d'accroître la taille de l'entreprise, parce qu'ainsi la sécurité de l'emploi était garantie 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 bien de limiter les investissements aux niches de rentabilité exceptionnelle. L'alliance managers-salariés est rompue. Les managers sont directement sous le contrôle des actionnaires, qui les rémunèrent par des stock-options qui garantissent que les intérêts des managers 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 qui s'endette est spécialement constituée pour acquérir l'entreprise dite « cible » dont les excédents de trésorerie seront régulièrement remontés au niveau du 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. 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 ne sont possibles que tant que les taux d'intérêt sont bas et les cours boursiers à la hausse.

Les mathématiques financières dans la crise.

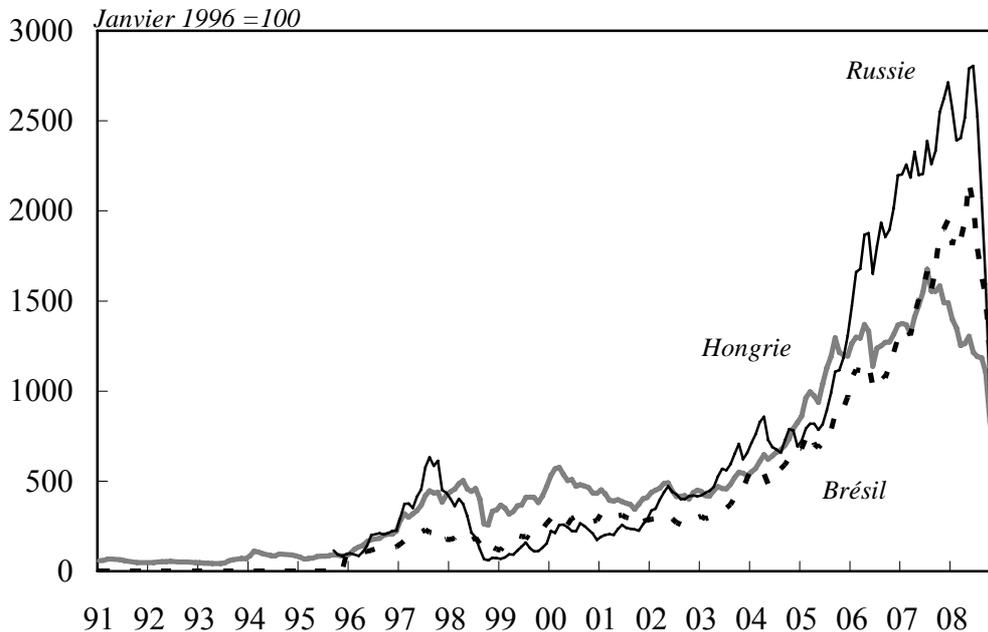
Le développement des marchés financiers s'est appuyé sur les mathématiques et l'ingénierie financière. Mais celles-ci reposent sur deux hypothèses :

- 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 qui ne sont pas représentatives 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 Internet ou des prêts *subprimes*. 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.

Graphique 7. Les cours de Bourse des pays émergents



Source : Datastream

Minsky a mis en évidence que les marchés financiers connaissent des phases d'engouement où le sentiment du risque s'affaiblit, ce qui permet le développement du crédit et la hausse du prix des actifs. A un certain moment, le marché prend conscience de la fragilité de la hausse, ce qui induit une hausse des primes de risque et une forte chute du prix des actifs. Mais cette leçon n'a pas été prise en compte par les mathématiques financières.

Le développement du système *originate to distribute* (cf. *infra*) 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 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.

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. Le développement de la finance reposait donc sur des bases théoriques fragiles.

Les banques dans la crise

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, une crise boursière ou une crise globale des produits dérivés. Elle s'est déclenchée à partir du secteur des crédits *subprimes*, dont

l'effondrement a provoqué la fragilisation de tout le système. La crise provient de l'interaction entre la politique monétaire américaine, qui a maintenu des taux relativement bas pour maintenir une demande satisfaisante malgré la faiblesse des hausses de salaires et de revenus de la masse des ménages, 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. A 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, il faut trouver des détenteurs à la contrepartie des crédits bénéficiant aux ménages et aux entreprises. Enfin, 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 purpose*) ou, en français, un FCC (Fonds commun de créances) à qui elle vendait un portefeuille de crédit homogène (crédits d'une certaine durée à certains types 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 obligations (ABS, *Asset backed securities*) sont achetées par des fonds de placement, des fonds de pension, des fonds de couverture, etc. Il existe des CDO (*Collateralized Debt Obligation*), des RMBS (*Residential Mortgage Backed Securities*) et des CMBS (*Commercial Mortgage Backed Securities*). Mais la titrisation permet de rendre liquide tout flux de revenus : des royalties, des revenus spécifiques...

Pour effectuer ces opérations, les banques prenaient conseil auprès des agences de notation financière (trois dominent le marché mondial : 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 jugeait 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, tâche différente et plus profitable. 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. Les titres seniors sont notés AAA et sont remboursés en premier. Comme ils supportent peu de risques, la rémunération n'est que légèrement supérieure au Libor (de 25 ou de 50 points de base). 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 funds*. 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 9. Un exemple de tranchage d'un portefeuille.

Le taux LIBOR est de 4%. La banque a prêté 100 au taux de 8%.

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 : 106	83,6 4,5	12,58 4,9	9,82 12,3%

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'investissement 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, sont vendus comme étant sans risque, ils 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 (*hedge funds*) ou aux banques elles-mêmes. L'opération permet théoriquement aux fonds de choisir leur couple risque/rendement. Ceux-ci peuvent obtenir une rentabilité supérieure en prenant plus de risques. Toutefois, les fonds de placement prennent surtout les tranches peu risquées. Théoriquement, ils peuvent diversifier leurs risques en souscrivant à plusieurs ABS. 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 peut être sous-évalué par l'agence de notation. L'évaluation dépend du passé. Comme l'a montré la crise des *subprimes*, elle 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 suffisant, 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 sont engagées dans leurs SPV, structures juridiquement indépendantes des banques, mais ceci non plus 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 le risque 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 risquent d'être moins attentives à la qualité de leurs crédits. Pourtant, celui-ci devrait déterminer théoriquement la notation de l'agence. 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). L'expérience a montré que les modèles des agences de notation, basés sur le passé, étaient erronés.

6) Dans ce mécanisme, peuvent 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 leur intervention se paie. Des CDS (*Credit Default Swap*) peuvent également être souscrits pour renforcer la sécurité des titres. Mais cette souscription a un coût. Les agences de rehaussement et les vendeurs de protection sont fortement rentables dans la période de lune de miel et fortement déficitaires en période de difficultés économiques.

7) 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.

8) 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 point délicat est que le risque est évalué par les agences de notation en

fonction de modèles testés sur le passé. A 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 faibles ; les banques interviennent sur les marchés financiers, où elles réalisent une partie croissante de leurs profits ; certaines banques européennes particulièrement aventureuses (comme Dexia, Natixis, le Crédit Agricole) se sont engagées sur le marché des CDS ou acquièrent 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.

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 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.

Ce que montre la crise

Le développement des subprimes aux États-Unis a mis en lumière tous les risques de la titrisation. Les subprimes étaient des prêts à des ménages incapables d'accéder à des prêts normaux (les *prime rate*). Ces ménages n'ont pas des revenus suffisants ou suffisamment

stables ou ont eu des accidents de paiements. Les institutions financières américaines ont découvert qu'il est 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 du logement augmente plus vite que le taux d'intérêt.

Le prêt est favorisé par des *teaser rate* : les premières années, l'emprunteur bénéficie de taux faible (parfois avec amortissement négatif) ; ensuite le taux est indexé sur les taux de marché avec une importante prime de risque. Enfin, les *subprimes* 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 % au début 2006.

Les banques américaines ont donc découvert un nouveau placement rentable : 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 à court terme 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 *subprimes* favorise la bulle immobilière, qui rend moins risqués les *subprimes*. Des courtiers se spécialisent dans la distribution de crédit aux ménages pauvres. Comme ils sont rémunérés à la commission, ils sont 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 *subprimes*, 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 *subprimes* à d'autres types de crédit, pour obtenir des portefeuilles plus diversifiés et donc théoriquement moins risqués, ce qui a ajouté à l'opacité.

A partir de 2006, les taux d'intérêt remontent ; pour de nombreux emprunteurs, c'est la fin de la période de « lune de miel », 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. La mise en vente des logements accélère la baisse des prix, qui fragilise la situation financière des emprunteurs. Progressivement, les défaillances atteignent les tranches juniors, puis seniors. Les organismes spécialisés, les *monoliners*, et les banques américaines sont mis en difficulté. La défaillance des *monoliners* fragilise tous les crédits structurés, même ceux qui ne s'appuient pas sur des *subprimes*. Tous les crédits titrisés sont soupçonnés de contenir des crédits *subprimes*.

La crise des *subprimes* jette le doute sur tous les actifs de titrisation. Ceux-ci perdent massivement de leur valeur sur les marchés (*pricing to market*). Le risque attribué aux actifs titrisés est massivement réévalués (fuite vers la qualité). Les modèles mathématiques utilisés les dévalorisent fortement (*pricing to models*) ou deviennent incapables de les évaluer. Ceci oblige les fonds de pensions à ne plus en détenir (car ils perdent la notation AAA). Leur vente diminue encore leur valeur.

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

Les banques sont touchées puisqu'elles sont les propriétaires des SPV et qu'elles ont massivement prêté aux SPV et aux fonds de couverture. 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 crise, de doute généralisé sur la valeur des actifs, de crise de liquidité.

Les grandes banques mondiales annoncent des résultats en forte baisse en raison :

- de pertes directes sur les crédits *subprimes* ;
- de dépréciations d'actifs dérivés des *subprimes* (la valeur des actifs financiers de type RMBS, CDO inscrite dans les comptes, mesurée à leur valeur de marché, a fortement baissé) ;
- de la réintégration dans leurs bilans d'engagement hors-bilan ;
- 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 *hedge funds*, fusion-acquisition, gestion d'actifs, etc.).

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

La crise a entraîné une forte chute de la Bourse en générale et des valeurs financières en particulier. Le PER global des actions de la zone euro est passé de 18 en juillet 2007 à 12 en septembre 2008 ; aux États-Unis, le PER est passé de 20 à 16,5. Cette baisse reflète à la fois la dégradation des perspectives de croissance et l'augmentation du risque perçu.

La prime de risque a augmenté. L'écart entre le taux aux entreprises et le taux à l'État est passé aux États-Unis, pour les entreprises cotés A, de 0,30 point en juillet 2006 à 1,5 point en juillet 2008 ; pour celles cotées B, de 1,2 à 3 points.

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 fait fragiliser la croissance et favorise la chute de la Bourse.

La croissance du risque perçu et la croissance de l'aversion pour le risque fait 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.

En avril 2008, le FMI estimait le coût de la crise pour le secteur financier à 945 milliards de dollars, 225 de dépréciation de crédit et 720 de dépréciation d'actifs. La moitié serait à la charge des banques ; le reste à la charge des fonds de placement. Cette évaluation est passée à 1400 milliards en octobre 2008, puis à 2200 en janvier 2009. 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, comme le Crédit Agricole qui a fait de lourdes pertes sur Calyon, Dexia sur FSA et Natixis sur CIFG. La crise met en évidence l'aventurisme des banquiers qui, avant 2007, délaissaient leur métier pour chercher des gains illusoires aux États-Unis. La diversification compense-t-elle le risque d'asymétrie d'information que l'on court quand on investit loin de ses bases ?

La répercussion de la crise a été affectée par le *pricing to market*, le *pricing to model* et les normes IFRS, qui oblige 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, ceci oblige à introduire une forte aversion pour le risque dans les modèles, ce qui 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'indique le marché ou les modèles.⁷

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. A l'échelle mondiale, les pertes de valorisation en 2008 sont évaluées à 28 000 milliards de dollars (soit plus de la moitié du PIB mondial). Les crises 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.

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 suffirait alors d'attendre le rebond. Mais, la chute a été telle cette fois là que le rebond risque de se faire attendre.
- soit comme une crise de croissance. Des excès et des erreurs ont été commis. Il faut des réformes modérées pour renforcer la régulation des marchés financiers. Mais, ceci suppose de relancer la spirale régulations/innovations. Peut-on imaginer un capitalisme financier sans bulles ou avec des bulles de faible ampleur ?
- 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 régimes de croissance. Mais ceci impose de trouver des nouvelles régulations, tant au niveau financier qu'au niveau international et à celui de la gouvernance des entreprises.

⁷ Evidemment, l'effet a joué à la hausse sur le bilan des banques lorsque les Bourses étaient en pleine euphorie, renforçant le caractère virtuel de la montée des cours.

Quelle gouvernance pour les marchés financiers ?

La crise asiatique 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 le débat sur une nouvelle architecture financière n'a guère avancé de 2002 à 2007. La question de la gouvernance financière est traitée aujourd'hui à plusieurs niveaux :

— Au FMI et en particulier au Comité monétaire et financier international, qui regroupe les gouverneurs des grandes banques centrales. Mais la crise asiatique a été marquée plus par l'intervention de la Fed que celle du FMI. Le FMI a peu de ressources, a du mal à prendre des décisions rapides. Il est mal adapté à la situation actuelle de régimes de changes disparates. Il perd de son importance avec le développement de la finance privée. Il est apparu comme l'instrument des pays riches (et en particulier des États-Unis) plutôt que comme un arbitre impartial. Comme il s'est refusé à aider durablement les pays en difficulté, ceux-ci évitent maintenant d'avoir recours à lui. Le FMI s'est cantonné à un rôle de « pompier » au lieu de gérer des financements durables.

— A la BRI. 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 supérieurs à 8 % de leurs risques pondérés. Ce ratio s'est transformé en un ratio plus complexe, le ratio McDonough ou dispositif Bâle 2. Ce ratio diminue en moyenne le ratio de fonds propres et donne une plus grande liberté d'appréciation aux banques, qui peuvent apprécier leurs risques en utilisant des modèles internes.

— Le Forum sur la Stabilité Financière 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 des ces instances a été relativement faible, comparé au dynamisme et à l'inventivité des acteurs privés.

La proposition d'une *taxe Tobin*, sur les flux de capitaux, a été soutenue avec force par le mouvement alter-mondialiste ATTAC. Il s'agissait de décourager les mouvements spéculatifs par une légère taxation sur toutes les transactions de change. Les ressources obtenues auraient permis de financer l'aide au développement. Certes, ce projet était utopique : il aurait fallu obtenir l'adhésion des gouvernements américains et britanniques (sièges des principaux marchés des changes). Il était peu fondé théoriquement : pourquoi frapper les transactions de change plutôt que toutes les transactions financières ? fallait-il taxer les transactions entre établissements financiers ou uniquement celles des agents non financiers ? Une taxation légère ne peut avoir d'impact en cas de crise de change. Une taxation lourde n'a guère de légitimité économique. Par contre, le projet avait le mérite de poser la question du contrôle des capitaux à l'échelle mondiale (lutte contre le blanchiment d'argent sale, contre l'évasion fiscale), celle de l'utilité sociale de la spéculation financière internationale. Il mettait en évidence l'écart entre les sommes relativement faibles nécessaires aux pays les moins développés pour atteindre certains objectifs sociaux et les sommes énormes que brasse la finance internationale.

Les banques centrales ont proposé des réformes techniques (encadré 1). Ces réformes s'appliquent à la dernière crise, pas à la prochaine. Elles proposent essentiellement d'inciter les marchés financiers à simplifier les produits et à augmenter leur transparence ; les gestionnaires devraient comprendre ce qu'ils achètent et vendent ; l'effet de levier devrait être réduit. Il faudrait faire comprendre aux épargnants qu'il n'y a pas « de rendement sans risque ».

1. Leçons de la crise (rapport du FSF avril 2008)

Pour la régulation financière internationale

Encadrer les agences de notation.

Définir des indicateurs de volatilité pour les produits structurés,

Réduire l'incertitude en standardisant notamment davantage les produits titrisés et les informations disponibles sur ces instruments

Améliorer la communication sur les expositions, les processus de valorisation et les pertes, sous un format homogène

Renforcer la coordination dans la gestion des crises entre les banques centrales et les superviseurs

Pour les banques centrales

Adaptation et convergence des cadres opérationnels de politique monétaire des trois grandes banques centrales :

- Allongement de la maturité des opérations
- Certes fourniture de liquidité accrue, mais également :
 - Elargissement des collatéraux éligibles
 - Elargissement des contreparties éligible

Accroissement de la coopération entre banques centrales

Pour les superviseurs

Aligner les incitations des différents acteurs.

Durcir les exigences de capital sur la titrisation et les produits complexes

Prendre en compte les véhicules hors bilan dans le périmètre des banques pour le calcul des exigences en fonds propres ;

Améliorer les réglementations sur la liquidité

Prêter plus d'attention aux « nouveaux risques », notamment les risques de contrepartie et de « double défaut » (assureurs *monolines*)

Mais, est-ce suffisant ? Les marchés financiers vivent sous la double exigence de la transparence (les entreprises doivent communiquer leurs résultats au plus vite avec le maximum de sincérité) et de l'asymétrie d'information (je conseille de détenir des actions Peugeot que Renault car je prétends détenir des informations privilégiées qui font que je considère que le marché se trompe dans l'évaluation comparée de ces deux titres). Est-ce compatible ? Les différents actifs financiers se caractérisent par des rentabilités et des risques différents ; ces risques sont censés être évaluables (en particulier par les agences de notation). Mais cette évaluation est-elle fiable ? Comment est-elle transmise ?

Peut-on avec de pures 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* selon l'expression de Pierre-Noël Giraud.

Aucun organisme n'a la responsabilité de proposer une sortie globale de la crise, sortie qui met en jeu des intérêts contradictoires : il faudrait que les pays asiatiques réévaluent leurs monnaies et consomment plus, que l'Europe relance, que les Etats-Unis augmentent leur taux d'épargne. Il faut punir les banques et le système financier sans nuire au crédit. Il faut retourner en arrière avec moins de marchés financiers et plus de crédit.

Certes, les marchés tireront les leçons de la crise : pendant quelques années, les fonds de placement seront plus prudents, les banques mieux contrôlés. Mais le risque est grand que ces leçons ne soient vite oubliées. 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.

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 épargnants et les OPCVM se résignent à une rentabilité plus faible.

Le problème est essentiellement un choix politique et idéologique entre les libéraux (qui font avant tout confiance aux marchés et qui prônent la libéralisation et la dérégulation) et les régulateurs, qui pensent que les marchés financiers créent de l'instabilité et qui sont favorables à une forte régulation ; 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 faibles aux épargnants et ceux qui lui donnent un rôle dominant. Les libéraux sont les pays anglo-saxons, qui abritent les marchés financiers. Les régulateurs ont peur de faire fuir les capitaux. L'Europe a sans doute un rôle à jouer, mais en a-t-elle la volonté politique ?

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. Il faudrait dégonfler le secteur financier : par exemple en assurant les retraites par répartition, en favorisant l'investissement direct. 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.

Un nouveau Bretton-Woods : quel contenu ?

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

Les pays de l'UE sont arrivés au Sommet avec des positions précises pour repenser et gérer collectivement 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* ; puis que la Présidence française de l'UE avait

précisées dans sa note du 31 octobre. Au contraire, les États-Unis sont venus les mains vides et fragilisés par la transition gouvernementale.

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. A 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, certaines innovations financières dont la sécurité n'est pas assurée ou 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 agences de notation doivent être contrôlées, éviter les conflits d'intérêt, améliorer leurs méthodes, en particulier pour les produits structurés ». Mais le texte 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 l'État ou les banques centrales ne peuvent se porter garant de telles ou telles opérations financières. Mais il faudrait interdire la confusion des fonctions entre arrangeurs et agences de notations. Il faudrait inciter (ou obliger) les investisseurs à financer des agences de notations indépendantes, à développer une expertise propre et, surtout, à éviter les produits trop complexes. Seules les notes délivrées par des agences indépendantes pourraient faire foi pour les ratios prudentiels des banques et des fonds de placement.

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. 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 ?

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

Il faudrait limiter le financement de la spéculation par les banques (en particulier les prêts aux LBO et aux fonds spéculatifs) et les inciter à financer l'investissement productif. Il faudrait limiter l'activité des fonds spéculatifs en leur interdisant de spéculer avec des fonds empruntés à bas taux aux banques. Décourager les banques de financer les fonds spéculatifs nous semblent préférable à imposer des rations de solvabilité aux fonds spéculatifs.

Le texte prévoit d'améliorer les ratios prudentiels pour intégrer les opérations de titrisation et les opérations hors bilan. Les banques doivent revoir leur gestion du risque. Mais le texte continue à faire confiance aux méthodes internes des banques et ne prévoit pas de contrôle extérieur systématique. Il faudrait imposer aux banques de conserver une partie important des risques de crédit (les tranches *equity*) pour les inciter à surveiller la qualité de leurs crédits.

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. Plus fondamentalement, il faudrait réduire fortement le niveau des rémunérations des *traders* pour qu'il corresponde à l'utilité sociale de leur activité.

Quelle politique monétaire ? De bas taux d'intérêt restent sans doute nécessaires compte-tenu de l'excès d'épargne à l'échelle mondiale. Faut-il tenir compte du prix des actifs. Non, sans doute...car cela rendrait confuse la politique monétaire, mais il faut que la banque centrale 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 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.

Recentrer les banques sur leurs métiers

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. Il faut punir les responsables et les actionnaires des banques et du système financier sans nuire au 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 :

- Le plan Paulson initial proposait que l'État américain rachetât 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 ; il posait des questions délicates d'évaluation de la valeur des actifs ; 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 certes 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 semble préférable : faire entrer l'État dans le capital des banques et dans leur Conseil d'administration, tout en garantissant que l'État ne prendra pas en main la gestion des banques, mais que la tâche restera confiée à des banquiers. Le plan britannique enregistre la ruine des actionnaires (ce qui est nécessaire socialement) et commence à jeter les bases d'une nouvelle gestion des banques : le gouvernement va réduire les rémunérations excessives des dirigeants et des *traders* ; il peut intervenir dans la distribution des dividendes.

Mais cette intervention massive des États pose la question du statut et de la gestion des banques. Ces dernières 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 en fait aux règles de la concurrence. Faut-il considérer ce nouveau régime comme temporaire ? Le texte du G-20 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 ? Ne faut-il pas aller plus loin en constituant un service public du crédit, avec des cautions publiques et une distribution du crédit basée sur des objectifs de production et d'emploi ? Le gouvernement devrait utiliser les banques nouvellement acquises pour reconstituer un service financier public, qui servirait de modèle.

*

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 ? 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. 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 ?