

Le capitalisme financier est entré dans une crise profonde en 2007. Cette crise, d'abord bancaire et localisée dans le marché du crédit immobilier américain, est rapidement devenue mondiale, financière et réelle. Elle a remis en cause la forte croissance dont bénéficiait l'économie mondiale depuis 1995. Elle marque un coup d'arrêt à la globalisation financière : l'économie mondiale était dominée par les marchés financiers qui brassaient des masses énormes de capitaux à la recherche d'une forte rentabilité. Leur jeu déterminait les taux de change, les taux d'intérêt, les conditions de financement des entreprises et des ménages. Les entreprises devaient n'avoir d'autre objectif que de maximiser leur valeur actionnariale. Les nations étaient obligées de se concurrencer pour attirer les capitaux et les firmes multinationales. Elles devaient mettre en œuvre des réformes structurelles pour se conformer au modèle libéral d'économie totalement déréglementée. Le libre jeu des firmes multinationales et des institutions financières, l'ouverture commerciale et financière des économies semblaient rendre inutile la gouvernance de l'économie mondiale par les États ou des internationales.

La mondialisation commerciale et la globalisation financière ont renforcé le poids du capital par rapport à celui du travail. Dans de nombreux pays, la part des salaires dans la valeur ajoutée diminuait tandis que les inégalités de revenu augmentaient. Les pays anglo-saxons ont soutenu leur croissance par l'endettement des ménages et la bulle financière, tandis que les pays émergents basaient leur forte croissance sur les gains à l'exportation et l'accumulation d'excédents extérieurs. À la recherche d'une rentabilité extravagante, les détenteurs de capitaux préféraient les marchés financiers anglo-saxons aux placements productifs dans les pays émergents, générant un fort endettement des États-Unis. L'écart entre la forte rentabilité obtenue sur les marchés financiers grâce au gonflement des bulles spéculatives et les bas taux d'intérêt nécessaires pour assurer une demande suffisante a permis le développement de l'activité parasitaire et fortement rentable des fonds de placement et des fonds spéculatifs. Les banques ont délaissé leur cœur de métier insuffisamment rentable pour s'aventurer sur les marchés financiers. Elles ont développé leurs

activités en tournant la réglementation. La globalisation financière a ainsi provoqué le gonflement de déséquilibres qui ont fini par éclater.

Le triomphe du libéralisme a été une victoire à la Pyrrhus. Les marchés se sont révélés incapables d'assurer une croissance stable et durable. La crise montre tous les risques, en termes de stabilité et de soutenabilité, d'une croissance impulsée par les firmes multinationales, les marchés financiers et des stratégies nationales non-coordonnées. La globalisation financière ne fonctionne que par des alternances de booms et de krachs. Les marchés sont myopes, instables, moutonniers et cyclothymiques. La crise a fait implorer les marchés financiers mondiaux et a induit une forte récession de l'économie mondiale, image inverse de la forte croissance des années passées.

La crise interpelle aussi les économistes. Peu ont résisté à la domination progressive des idées libérales. La plupart ont développé des modèles simplistes où le jeu des marchés suffisait à obtenir un équilibre stable et satisfaisant. Ils n'ont pas mis en garde contre les risques du gonflement de la spéculation et des marchés financiers, contre les modèles, bâtis sur du sable, des mathématiques financières. Beaucoup ont demandé aux populations d'accepter des réformes structurelles, réduisant le droit du travail et accentuant la baisse de la part des salaires. Peu ont mis en cause les rentabilités excessives demandées par les détenteurs de capitaux et les dysfonctionnements des marchés financiers.

L'économie mondiale est-elle condamnée à aller de crise en crise ? Peut-elle échapper à la domination de la finance ? Les taux de change et les taux d'intérêt, les conditions de financement, les décisions de production et d'investissement doivent-ils dépendre des jeux des marchés financiers, de la cupidité des couches dominantes et de la naïveté de la grande masse des épargnants ? Une meilleure gouvernance mondiale est-elle possible ? Les réunions du G20 ont dressé les lignes d'une réforme de la gouvernance mondiale et d'une meilleure régulation de la finance internationale. Mais sont-ils allés assez loin ? Le risque est grand de voir les leçons de la crise vite oubliées ; le capitalisme spéculatif pourraient trouver de nouvelles sources de profit et les marchés réussir à faire repartir de nouvelles bulles financières. C'est l'enjeu du débat sur les stratégies de sortie de crise de la mi-2009 : le capitalisme financier réussira-t-il à rebondir sans réformes profondes ? La crise sera-t-elle assez grave pour que les gouvernements et les classes dominantes se résignent aux réformes nécessaires ? Les défis posés à notre planète sont connus : il faut une croissance plus économe en énergie, plus respectueuse de l'écologie ; il faut réduire les inégalités à l'intérieur des pays comme entre ceux-ci ? Peut-on refonder le capitalisme pour qu'il contribue à la croissance durable ou capitalisme et croissance durable sont-ils incompatibles ? La finance est-elle compatible avec cette croissance durable ? Peut-on en changer les moteurs, passer de la recherche de rentabilités extravagantes au soutien à une croissance socialement maîtrisée ?

Le présent numéro de la *Revue de l'OFCE* rend compte d'un colloque qui s'est tenu le 12 février 2009 pour réfléchir sur les causes et le déroulement de la crise, sur les stratégies de sorties de crise, sur les réformes du capitalisme financier*.

Les causes de la crise

L'article introductif de Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak : « La globalisation financière en crise » dresse un panorama des causes de la crise : les déséquilibres macroéconomiques, la montée en puissance des marchés financiers, source d'instabilité, et la cupidité des détenteurs de capitaux. Il décrit le fonctionnement de la finance globalisée et les dysfonctionnements que la crise a révélés au niveau des banques, des marchés et des institutions financières. Il discute des stratégies de sortie de crise et plaide pour des réformes profondes de la gouvernance mondiale, des stratégies macroéconomiques de certains pays, pour le recentrage des banques vers leur métier et pour la diminution du poids de la finance.

L'article de Jean-Luc Gaffard et Francesco Saraceno, « Redistribution des revenus et instabilité : à la recherche des causes réelles de la crise financière », met l'accent sur les causes réelles de la crise. La nouvelle économie a provoqué un choc de la répartition des revenus, au détriment des ménages les plus pauvres, induisant une baisse de la demande et de la production, que la progression de l'endettement des ménages n'a pu compenser que temporairement.

Jean-Paul Pollin, dans « Pour une révision du procès fait à Alan Greenspan », innocente Alan Greenpan de l'accusation qui lui est souvent faite d'avoir maintenu trop longtemps des taux d'intérêt trop bas. Par contre, il lui reproche de n'avoir pas su utiliser le contrôle prudentiel pour éviter l'accumulation des risques dans le système bancaire américain. Mais il estime, lui aussi, qu'avant la crise financière préexistaient des déséquilibres profonds des échanges commerciaux et financiers internationaux ainsi que des conflits de répartition.

L'article d'Antoine Bouveret et Gabriele Di Filippo, « Les marchés financiers sont-ils efficaces ? L'exemple du marché des changes », analyse l'efficacité des marchés financiers en prenant l'exemple du marché des changes. Il montre que les évolutions du taux de change ne correspondent pas aux anticipations du taux de change mesurées par les données d'enquêtes ou par les écarts de taux d'intérêt. Il n'existe pas de modèle de détermination du taux de change qui permettrait d'expliquer ses évolutions par celles des fondamentaux. La spéculation selon le *carry trade* ou le *momentum* peut engendrer des profits. Le marché n'est guère stabilisateur.

* Je remercie Éric Bryis, Gunther Capelle-Blancard, Laurent Clerc, Philippe Spieser et Nicolas Veron, qui ont bien voulu nous enrichir de leurs réflexions ; Christophe Blot, Jérôme Creel et Xavier Timbeau qui ont participé au comité d'organisation. Je remercie tout particulièrement Esther Benbassat, qui a organisé le colloque sur le plan matériel et qui a assuré la retranscription des discussions. Cette revue n'aurait pu paraître sans la précieuse collaboration de Christophe Blot.

Le déroulement de la crise

L'article de Christophe Blot et Xavier Timbeau, « Du chaos financier au K.O. économique », montre comment une crise bancaire (issue d'un manque de vigilance dans la distribution du crédit aux États-Unis) a dégénéré en crise financière, puis en crise réelle. Il décrit les canaux de transmission : la paralysie du marché inter-bancaire, la crise de liquidité, les effets sur le crédit, la chute des bourses, les pertes de richesse et les multiplicateurs récessifs (tentative de désendettement, hausse du chômage, fuite vers la qualité, chute du commerce international, etc.). Il évalue les risques de déflation et s'interroge sur la sortie de crise : en V, en W, en U ou en L ?

L'article de Mathieu Plane et Georges Pujals, « Les banques dans la crise », analyse les conséquences de la crise pour les banques. Leur solvabilité a été mise en cause par les dépréciations d'actifs, les pertes de capitalisation boursière et la hausse des taux de défaut. L'intervention des pouvoirs publics a été indispensable pour éviter une insolvabilité générale du système financier. La crise a remodelé le système bancaire, faisant naître des mastodontes qui risquent d'être inefficaces et trop puissants. Les banques d'investissement américaines ont disparu au profit des banques universelles. Mais comment seront-elles gérées et régulées ?

L'article de Paola Monperrus-Veroni, « Les fonds de pension dans la crise », montre que selon les réglementations nationales la baisse des cours boursiers va se traduire par une baisse des pensions des futurs retraités ou va obliger les entreprises à augmenter les souscriptions aux fonds, accroissant ainsi leurs difficultés financières. La crise jette un doute sur la capacité des fonds de pensions à garantir des rentabilités satisfaisantes, c'est-à-dire relativement fortes et stables. En comparant les réglementations de plusieurs pays, l'article montre les arbitrages possibles entre des systèmes par cotisations définis où tous les risques sont portés par les salariés et des systèmes en prestations définis où ce sont les employeurs qui les supportent.

L'article de Christophe Blot, Matthieu Lemoine, Sabine Le Bayon et Sandrine Levasseur, « De la crise financière à la crise économique : une analyse comparative France-États-Unis », décrit les mécanismes de propagation de la crise bancaire à la crise financière puis à la crise réelle. Une estimation économétrique réalisée par la méthode VAR permet d'évaluer l'impact de la crise sur la production industrielle en France et aux États-Unis.

Les stratégies de sortie de la crise

L'article de Guilhem Bentoglio et Guillaume Guidoni, « Les banques centrales face à la crise », analyse la réaction des banques centrales face à une crise inédite par ses modalités et son ampleur. Celles-ci n'ont pas hésité à faire baisser les taux d'intérêt, à faire gonfler leur bilan et à mettre en œuvre des mesures non-conventionnelles, qui ont évité la paralysie des systèmes bancaires et préservé la distribution du crédit. Reste maintenant à gérer la sortie de crise.

Christophe Blot, Jérôme Creel, Christine Riffart et Danielle Schweisguth proposent un « Petit manuel de stratégie de sortie de crise : comment rebondir pour éviter l'enlèvement ? ». Ils dressent un historique des politiques mises en œuvre après quelques grandes crises : la Grande Dépression de 1929, la crise japonaise des années 1990, la crise des caisses d'épargne américaines et les crises bancaires des pays scandinaves. Ils insistent sur la nécessité de soutenir en priorité le secteur d'où provient la crise, et sur la nécessité de frapper fort. S'ils reconnaissent la nécessité de prévenir l'aléa moral (il faut venir au secours du système financier, mais ruiner les actionnaires et licencier les dirigeants), ils récusent le risque d'insoutenabilité des finances publiques.

Réformer le capitalisme financier ?

Dans son intervention, « Sous l'égide du G20. Vers une nouvelle architecture de la finance mondiale ? », André Cartapanis analyse les objectifs et les résultats des deux sommets du G20, qui ont été réunis après la crise. Se dirige-t-on vers une nouvelle architecture financière internationale ou les pays du G20 vont-ils se contenter de faux-semblants ? Si le G20 s'est rallié à une interprétation keynésienne de la crise, si des progrès ont été réalisés vers une régulation macro-prudentielle, la régulation macroéconomique a été oubliée : on reste loin d'une refondation du capitalisme financier.

Dans leur intervention, « La globalisation financière en question », Anton Brender et Florence Pisani, estiment que la finance globalisée a été un facteur important de la croissance des pays émergents en leur permettant d'épargner sans subir les risques liés au placement de cette épargne. Par contre, il faut mieux surveiller le système bancaire alternatif, celui des fonds spéculatifs, des fonds de placement, des banques d'investissement. Les autorités publiques doivent intervenir pour aider les marchés à trouver des valeurs d'équilibre. Les pays émergents doivent développer leurs systèmes financiers. Une surveillance macroéconomique doit éviter que certains pays ne soient trop excédentaires.

L'intervention de Jean-Paul Pollin, « Quel système bancaire après la crise ? », insiste sur la responsabilité des banques et surtout de l'imbrication des banques avec le système financier. C'est l'interconnexion entre les activités de marché et les activités bancaires qui a accentué la portée systémique des extravagances dans la distribution du crédit. Jean-Paul Pollin propose de séparer strictement les activités des banques des marchés financiers. Il souhaite une contraction des activités des marchés et un recentrage des banques vers leur métier. La crise a accéléré un mouvement de concentration bancaire en constituant des méga-banques, trop grandes et trop complexes, que les régulateurs nationaux auront du mal à contrôler.

Pour Jean-Paul Fitoussi, la cause profonde de la crise est un excès d'épargne, qu'il a fallu masquer par la montée de l'endettement, montée qui est devenue insoutenable. Il faut préciser la mission de service public confiée aux banques et vivre avec les inévitables dysfonctionnements des marchés financiers. La crise a

montré la nécessité d'une forte coordination des instruments de la politique économique, ce qui plaide contre la totale indépendance des banques centrales. Les pays développés ont plus de moyens que les pays émergents pour mettre en œuvre des programmes de sortie de crise ; la non-coordination des politiques de relance favorise donc les plus riches.

Selon Christian Parisot, les marchés financiers renaîtront très vite, avec de nouvelles stratégies. La politique monétaire, soucieuse de soutenir l'activité, provoquera de nouvelles bulles. Les marchés resteront instables, moutonniers et sur-réactifs. Il n'est pas possible de les réglementer, faute de pouvoir instaurer une réglementation internationale. Les paradis fiscaux, les rémunérations des *traders* ne sont pas contrôlables.

Deux articles s'ajoutent à ceux présentés au colloque du 12 février. L'article de Jérôme Creel, Éloi Laurent et Jacques Le Cacheux, « L'Europe en crises », analyse les réponses de l'Union européenne à la crise. Celle-ci n'a pas été capable de mettre sur pied une stratégie macroéconomique coordonnée et d'ampleur suffisante, de sorte que la récession risque d'être plus forte dans la zone euro qu'aux États-Unis, alors même que le choc initial provenant des États-Unis et que les spécificités européennes (moindre importance des marchés financiers) auraient dû la protéger. Elle n'a pas été capable non plus d'aider les Nouveaux Pays Membres dont les déséquilibres de croissance ont été accentués par la crise.

Jean-Paul Fitoussi et Joseph Stiglitz présentent dans « Le 'Gn fantôme' ». Les voies pour sortir de la crise en renforçant la solidarité mondiale » les recommandations que le Gn Fantôme, le groupe mondial d'experts qu'ils ont constitué, a adressé aux dirigeants du G20 : traiter les causes structurelles de la crise (en réduisant les inégalités de revenu, en favorisant la coopération entre pays, en améliorant la protection sociale), relancer l'économie (en favorisant les dépenses publiques porteuses d'innovation et surtout en aidant en priorité les pays les plus pauvres), améliorer la régulation du système bancaire et financier, instaurer une gouvernance économique mondiale, lutter contre le changement climatique (là aussi, en aidant en priorité les pays les plus pauvres).

Henri Sterdyniak