

# La nature de la crise

→ par Pierre Duharcourt

**La crise actuelle n'est pas une crise « classique », qui serait simplement « plus importante » que d'autres, et ses conséquences risquent d'être plus graves que tout ce que l'on connu depuis la période dite des « Trente Glorieuses ».**

C'est une crise systémique du capitalisme mondialisé et financiarisé, qui correspond à l'éclatement de contradictions nouvelles : croissance américaine reposant sur le gonflement de l'endettement, montée des pays émergents, évolution de la division internationale du travail pesant sur l'évolution et la structure de l'emploi dans les pays développés, nécessité de faire face au changement climatique et plus généralement aux exigences d'un développement durable, aggravation des inégalités dans chaque pays (développés comme émergents) et entre régions du monde.

**Une crise systémique, qui n'est pas seulement financière**

L'entrée en récession a été précipitée par la combinaison d'un double choc :

- la flambée des prix du pétrole, des matières premières et des prix alimentaires sanctionnait un mode de croissance dévoreur de ressources rares et tournant le dos aux exigences d'un développement durable, et le sacrifice de l'agriculture des pays en développement. La décrie de ces prix constatée depuis l'été et consécutive au retournement de la conjoncture ne supprime pas les problèmes de fond ;
- la formation d'une bulle immobilière et financière avait accompagné la surévaluation du prix des actifs, et elle a été auto-entretenu par l'encouragement à l'endettement. Cet encouragement s'est traduit pour les ménages américains par la distribution de *subprimes*, accordés à des particuliers pas assez solvables pour accéder aux crédits hypothécaires classiques, et correspondants à des formules de prêt à mensualités de remboursement progressives assises sur l'anticipation d'une hausse continue des prix de l'immobilier. Quand la bulle immobilière a éclaté et provoqué la ruine de ces acquéreurs, deux facteurs ont contribué à la propagation de la crise à l'ensemble de la sphère financière et bancaire : le recours quasi-systématique aux techniques de *titrisation* consistant à transformer les créances

générées par ces prêts en titres vendus à des opérateurs spécialisés, ce qui a conduit à diluer trop largement les risques et à faire disparaître ces créances du bilan des banques ; la globalisation qui se traduit par une diffusion planétaire des instruments financiers et leur imbrication en cascade. La « *déconnexion* » de la « *sphère financière* » par rapport à la « *sphère réelle* » se traduit par un montant des transactions financières devenu démesuré par rapport aux transactions réelles et l'explosion de la part des profits bancaires dans le profit des sociétés. Le gonflement de la valeur des actifs s'est auto-entretenu selon un phénomène cumulatif, le jeu de la spéculation s'exerçant de façon mimétique. La flambée (puis la chute) de valeurs de ces actifs, qui constituent du « *capital fictif* », ne traduit en elle-même aucune augmentation (ni perte) de valeur réelle. Cela étant, l'explosion de la bulle montre que, malgré cette déconnexion, finit par s'exercer une « *force de rappel* ». Et cette explosion a alors provoqué à l'échelle du monde faillites bancaires et chutes boursières.

La crise financière elle-même peut être qualifiée de crise systémique, avec la particularité que, contrairement à certaines des crises financières récentes, elle est partie du cœur même du système, des États-Unis. Mais si la crise financière stricto sensu traduit à son niveau les dégâts du règne de la finance folle, c'est l'ensemble du processus de mondialisation et de globalisation qui est en cause.

La crise financière elle-même peut être qualifiée de crise systémique, avec la particularité que, contrairement à certaines des crises financières récentes, elle est partie du cœur même du système, des États-Unis. Mais si la crise financière stricto sensu traduit à son niveau les dégâts du règne de la finance folle, c'est l'ensemble du processus de mondialisation et de globalisation qui est en cause. La crise n'est pas seulement financière, et ses conséquences – avec la récession qui s'annonce, d'une longueur et d'une durée encore incertaine – touchent l'ensemble du système économique, social et environnemental au



**Bulle financière et immobilière : une mondialisation accablante pour la planète**

niveau mondial : un aspect important est la modification du rapport des forces internationales, qui sanctionne des décennies de croissance américaine financée par le reste du monde, et qui voit monter l'importance des pays émergents et la force de frappe de « fonds souverains ».

Mais cette crise systémique n'est pas seulement une crise financière, c'est une crise de l'ensemble du système mondial, dominé par une logique financière qui vise la « *création de valeur* » pour l'actionnaire et exige un retour sur capitaux (ROE) de l'ordre de 15 %, incompatible avec une croissance de l'économie réelle de l'ordre de 2-3 %. Elle est la conséquence d'un double processus. D'une part un partage des richesses créées plus défavorable aux salaires : d'après le Fonds monétaire international (FMI), dans les pays membres du G7, la part des salaires dans le produit intérieur brut (PIB) a baissé de 5,8 % entre 1983 et 2006 ; d'après la Commission européenne, cette part a chuté de 8,6 % au sein de l'Europe des 15, et de 9,3 % en France. D'autre part, et c'est une tendance qui s'est aggravée récemment, un partage des profits qui privilégie la distribution de dividendes au détriment de l'investissement productif. La pression sur les salaires, et notamment ceux des catégories modestes, explique notamment aux États-Unis, le gonflement de l'endettement des ménages pour financer, non seulement leur investissement en logement, mais d'abord leur consommation.

▼  
**La crise financière stricto sensu traduit à son niveau les dégâts du règne de la finance folle, mais c'est l'ensemble du processus de mondialisation et de globalisation qui est en cause**  
 ▲

## L'entrée et l'enfoncement dans la dépression

Le choc financier a sur la sphère réelle des effets rapides et généralisés. La chute boursière décourage les financements par émissions de titres. Le resserrement des crédits se traduit par une augmentation des taux d'intérêt et un rationnement des crédits dont sont surtout victimes les entreprises et les ménages les plus fragiles.

La récession frappe d'abord les secteurs dont la demande est conditionnée par le crédit (en particulier l'immobilier et plus généralement le bâtiment, l'automobile, les biens d'équipement) ou ceux dont les difficultés de financement conduisent à différer leurs projets d'investissements. La chute de l'activité de ces secteurs entraîne celle des secteurs fournisseurs, et s'étend à l'ensemble de l'économie. Un effet multiplicateur négatif se développe ainsi, enchaînant la chute de la demande globale. Cet effet multiplicateur passe notamment par la baisse des revenus des ménages, dont le pouvoir d'achat avait déjà été amputé par la relance de l'inflation. L'arrêt des créations d'emplois, les mises au chômage partiel et maintenant les licenciements massifs, les pressions sur les salaires dépriment les revenus et donc la demande, d'autant que l'incertitude sur l'avenir conduit à une épargne de précaution. La récession se diffuse par l'intermédiaire des échanges internationaux, selon un processus en cascade : ainsi, la baisse de la demande de chaque pays entraîne celle de ses importations, qui pèse à son tour sur la demande chez les partenaires commerciaux, etc.

L'ampleur et la durée de la récession économique ne peuvent qu'entraîner une aggravation dramatique de la situation sociale, avec la



Des gouvernants complices pour des solutions à courte vue

dégradation de l'emploi et l'extension de la pauvreté. Plutôt que le spectre de la crise de 1929, une hypothèse qui ne peut être écartée est celle de l'entrée - au niveau international - dans un scénario du type de la déflation japonaise des années 1990, qui a montré l'impuissance de la seule politique monétaire. Il faut souligner pour la France - dont le taux de croissance et le taux d'emploi sont depuis plusieurs années en dessous de la moyenne européenne -, les dégâts de la politique régressive menée notamment depuis le début de la présidence Sarkozy qui conduit à détruire les solidarités et les droits sociaux. La situation actuelle montre de façon plus flagrante dans la situation actuelle de recul de l'activité et de flambée du chômage, non seulement l'iniquité mais aussi l'absurdité de la loi TEPA - présentée comme devant donner plus de pouvoir d'achat aux bénéficiaires d'heures supplémentaires- qui pèse sur le niveau général des salaires et joue contre l'emploi, et dont le coût considérable plombe les finances publiques.

### Une autre logique économique

Au-delà de la refonte du système monétaire et financier et d'une coordination mondiale dépassant le cadre étroit des G7, 8 ou même 20, il faut dès à présent mettre en œuvre une autre dynamique économique. Dans la situation de crise actuelle, qui devrait pourtant conduire à plus de retenue les zéloteurs de l'autorégulation par le marché et des dogmes

néolibéraux, ressortent les discours habituels appelant aux sacrifices, qui devraient bien entendu viser d'abord les travailleurs et invoquant l'exigence de la poursuite voire de l'accélération des réformes.

Les divers plans de « sauvetage » bancaire puis les plans de relance budgétaire donnent lieu à des commentaires assez étranges vantant la volonté qu'auraient nos gouvernements de « moraliser » le capitalisme et saluant le

« retour de l'État », alors que pour l'instant il s'agit principalement de « socialiser » les pertes et de financer prioritairement les entreprises sans remettre en cause la logique du système. Il faut noter que le total des sommes mises en jeu est colossal : 5 000 milliards de dollars, soit 8 % du PIB mondial, soit 100 fois plus que ce qui est

nécessaire pour doubler l'aide publique aux pays en développement, et 150 fois plus que les sommes demandées par la FAO pour lutter contre la famine mondiale alors qu'aujourd'hui la faim frappe près d'un milliard de personnes.

La lutte contre la crise ne passe par des remèdes qui viseraient à une relance plus ou moins « keynésienne » sans remettre en cause la logique du système, préparant ainsi la reproduction des distorsions qui ont conduit à la situation actuelle. Il est nécessaire que la « relance » s'accompagne de changements rééquilibrant la répartition dans chaque pays (augmentation de la part des salaires et de la part des profits réinvestis) dans chaque pays, et au niveau mondial (en augmentant l'épargne intérieure des pays qui sont financés par l'étranger, tels que les pays anglosaxons, et au contraire la demande intérieure dans les pays excédentaires), ouvrant la voie à un mode de développement répondant à l'impératif écologique. ●

La lutte contre la crise ne passe par des remèdes qui viseraient à une relance plus ou moins « keynésienne » sans remettre en cause la logique du système



Les indices s'effondrent, les peuples trinquent





Financer  
les transformations  
sociales

## Les conditions d'une relance

→ propos recueillis par Pierre Duhaucourt

**Le plan de relance français ne prend en compte ni l'ampleur, ni la nature de la crise dont la cause profonde est la compression des salaires et l'explosion des profits non réinvestis qui sont allés nourrir les bulles financières. Au-delà de l'encadrement technique de l'activité financière, il faut étendre le champ du contrôle démocratique.**

*Nous avons sollicité sur ce thème Xavier Timbeau, directeur du département études et prévision de l'OFCE (Centre de recherche en économie de Sciences Po), et Michel Husson, chercheur à l'IREES (Institut de recherches économiques et sociales), auteur de nombreux ouvrages sur le capitalisme.*

*Que pensez-vous des initiatives prises par le gouvernement français ?*

**X. Timbeau :** La sauvegarde du système bancaire était incontournable. Les montants en jeu, la garantie des emprunts interbancaires ne sont pas contestables. En revanche, la mise en place de la structure de recapitalisation manque de transparence. C'est une structure juridique ad hoc dont le capital est détenu aux deux tiers par les banques recapitalisées, qui émet une dette assimilable à la dette publique

pour la prêter par le biais de titres de dette subordonnées. Le taux de 9 % dont sont assortis ces titres de dette peut paraître important, mais il est bas par rapport aux exigences habituelles des actionnaires. Mais surtout, ces quasi-fonds propres sont accordés sans contreparties, que ce soit en matière de dividendes versés aux actionnaires, de rémunérations pour les dirigeants ou de stratégie d'entreprise. Les différents Etats ont été plus ou moins loin en la matière, mais la France montre ici un singulier renoncement, que la pauvreté du débat parlementaire consacre.

Le plan Sarkozy de relance de l'économie est une proposition concrète bien qu'insuffisante et ne répondant pas aux nécessités à court terme. Sur les 26 milliards annoncés, 12 iront soutenir la croissance en 2009. 75 % transitent par l'investissement public ou en infrastructure. L'im-

pact ne se produira qu'à partir de la deuxième moitié de l'année 2009. Si l'investissement dans les infrastructures présente un double bénéfice, de relance et de rentabilité à long terme, pas grand-chose n'est fait pour le court terme.

**M. Husson :** Le plan français de relance est ridiculement sous-dimensionné et reflète une sous-estimation de la nature et de la profondeur de la crise. Les 26 milliards annoncés représentent à peu près 1,5 % du PIB mais sur deux ans. Si l'on en retire les mesures qui consistent à décaler les délais de restitution des impôts, on est nettement en-dessous d'un point de PIB. À titre de comparaison, le plan annoncé par Obama équivaut à environ 5 % du PIB des États-Unis. La modestie du plan français contredit l'activisme de Sarkozy en faveur d'une relance massive et concertée au niveau européen. Il traduit en fait un comportement de « passager solitaire » qui compte sur la relance des pays voisins, et notamment l'Allemagne. Plus fondamentalement, l'absence de concertation entre les gouvernements européens et la diversité des modalités de relance envisagées manifestent la divergence des économies européennes. Selon leur mode d'insertion dans le marché mondial, le poids relatif de l'immobilier et de l'automobile et leur situation budgétaire, les grands pays européens se situent différemment par rapport à la crise. En outre, les institutions européennes libérales se sont privées des outils qui seraient nécessaires pour mener à bien une relance concertée : on mesure aujourd'hui le caractère tronqué de la construction européenne, avec l'absence criante d'un budget européen significatif et d'une politique de change affirmée.

*Quelles mesures immédiates pour relancer l'économie et lutter contre les dégâts sociaux de la crise ?*

**M. Husson :** La cause profonde de la crise est la compression des salaires et l'explosion des

**Dans les modalités retenues pour la sauvegarde du système bancaire comme dans le contenu de son plan de relance, la France montre un singulier renoncement**

Michel Husson



profits non réinvestis qui sont allés nourrir les bulles financières. Il serait injustifiable, tant au plan moral qu'économique, que les salariés, les chômeurs et les retraités en fassent les frais. Or, le plan de relance ne prévoit à peu près rien à ce sujet et le gouvernement s'entête au contraire à vouloir réduire les moyens des services publics, à faire des économies sur la protection sociale et à durcir les conditions d'indemnisation du chômage.

Face à l'explosion du chômage et au blocage prévisible des salaires, il faut mettre en place un « bouclier social » préservant l'emploi et le pouvoir d'achat. Cela implique d'abord une revalorisation des bas salaires et des revenus sociaux et leur indexation sur les prix. À cette échelle mobile des salaires, il faut en ajouter une autre : l'échelle mobile des heures de travail qui permette de maintenir l'emploi par baisse du temps de travail. Le chômage technique doit être indemnisé à 100 %. Les licenciements doivent être interdits dans les entreprises qui font des bénéfices et chez leurs sous-traitants. Les allocations de chômage doivent être augmentées et leur durée prolongée jusqu'à retrouver un emploi librement choisi. Un revenu décent et la continuité des droits sociaux doivent être garantis pour tous. Les salaires doivent être maintenus grâce au produit d'une taxe sur les dividendes. Les entreprises qui prendraient prétexte de la crise pour baisser les salaires se verraient retirer les allègements de cotisations sociales dont ils bénéficient. Pour combattre la crise du logement, il faut bloquer les loyers, arrêter les expulsions locatives et réquisitionner les logements vides, tout en engageant immédiatement un plan de construction de logements sociaux.

Cet ensemble de mesures d'urgence permettrait d'enclencher une redistribution des richesses tout en faisant payer la crise à ceux qui en sont les responsables. Plutôt que de baisser la TVA sans garantie de répercussion sur les prix, il faudrait supprimer le bouclier fiscal, instaurer une politique fiscale redistributive avec taxation des revenus du capital et des transactions financières.

**X. Timbeau :** La crise se propage par les faillites d'entreprises qui accélèrent les destructions d'emplois. Soutenir la trésorerie des entreprises, comme, partiellement, dans le premier plan Sarkozy, peut permettre de gagner quelques mois et de limiter les dépôts de bilan. Il faut étendre les facilités faites aux entreprises, au-delà de la TVA ou du crédit impôt recherche (qui ne profite qu'aux entreprises qui l'ont institué). Un vecteur est le décalage de paiement des cotisations sociales aux URSSAF. La facilité de trésorerie peut être assortie d'un taux d'intérêt positif et d'une garantie des dirigeants afin d'éviter l'explosion de la dette sociale frauduleuse.



Xavier Timbeau

Le deuxième point nodal de la propagation de la crise se trouve chez ceux qui subissent le retournement brutal du marché du travail, qu'ils aient perdu leur emploi, qu'ils peinent à en trouver un alors qu'ils sont au chômage depuis quelques mois ou qu'ils entrent sur le marché du travail, jeunes ou femmes inactives. La méthode est d'assurer pour un temps une allocation chômage à ces chômeurs *sans aucun doute involontaires*, financée par l'État. Il faut 4 milliards d'euros pour accorder six mois aux chômeurs en fin de droit, aux jeunes qui n'ont pas encore ouverts de droits, à ceux qui sont dans l'emploi précaire. En concentrant les sommes de la relance sur ces populations, on peut plus sûrement juguler la crise.

Une telle stratégie est également plus juste que celle qui consiste à distribuer sous forme de baisse d'impôts ou de chèques ou de salaires de quoi relancer l'économie. Même en ciblant sur les classes moyennes, on distribuera à certains dont la situation est loin d'être dégradée par la crise, accentuant les inégalités qui apparaissent.

#### *Quelles conditions à remplir pour des solutions durables ?*

**X. Timbeau :** La régulation du secteur financier est le premier point sur l'agenda. Elle s'est avérée inapte à empêcher le désastre bancaire qui a mobilisé beaucoup de moyens. Cela étant, la régulation est un terme vague. Le contrôle démocratique est essentiel (la soumission des autorités de régulation financières aux parlements) et l'échelle géographique décisive. La France ne peut s'insérer dans l'économie mondiale avec une organisation institutionnelle singulière aussi bien conçue soit-elle. Le compromis mondial peut être une eau tiède peu différente de l'arrangement actuel. L'Europe paraît une échelle raisonnable pour amorcer une régulation juste et démocratique.

Au-delà de l'encadrement technique de l'activité financière, le contrôle démocratique doit porter sur la fiscalité (des revenus en définissant des principes partagés en Europe, mettant fin aux exceptions ou aux paradis fis-

caux européens, mais aussi des entreprises afin d'uniformiser les règles fiscales européennes). Le but n'est pas d'appliquer les mêmes règles fiscales dans chaque pays, mais de permettre que les bénéficiaires des dépenses publiques y contribuent en fonction de leurs moyens. Cette discipline est possible à l'intérieur de l'Europe et peut même s'accompagner d'un contrôle des Européens résidant à l'étranger, lorsqu'ils reviennent sur le territoire européen ou des normes comptables qui s'appliquent aux entreprises qui vendent des produits sur le territoire européen. Enfin, les pratiques sociales sont un autre champ qui doit être soumis de la même façon au contrôle démocratique.

Ce cocktail peut contribuer à raisonner les inégalités. Tout ceci en attendant les conséquences de la prochaine crise, celle de la soutenabilité\* et du climat.



**La crise systémique du capitalisme ouvre une zone prolongée de turbulences où peut émerger un projet de transformation sociale fondé sur l'exigence de contrôle citoyen**



**M. Husson :** Il faut d'abord renationaliser le système bancaire. C'est le seul moyen de contrôler l'usage des injections d'argent public et d'éviter la socialisation des seules pertes. On ne peut accepter l'excuse invoquée par Jean-Paul Fitoussi, pour qui « l'État aurait voulu devenir actionnaire. Ce sont les banques qui ont refusé » (*Libération* du 31/12/2008). Mais cette nationalisation doit être aussi une socialisation qui permette de faire du crédit un bien commun et de contrôler son orientation en fonction des priorités sociales.

La crise systémique du capitalisme ouvre une zone prolongée de turbulences où peut émerger un projet de transformation sociale fondé sur l'exigence de contrôle citoyen : sur la répartition des revenus, sur le statut du salarié, sur la gestion des entreprises. La défense des mesures d'urgence doit permettre d'exprimer cette aspiration sous forme revendicative, par exemple pour un droit de veto sur les licenciements ou pour la conditionnalité des aides publiques aux entreprises. Un tel processus peut tracer la perspective d'une autre organisation de l'économie, guidée par la satisfaction optimale des besoins sociaux, plutôt que par la maximisation du profit. ●

\* cette notion recoupe celle de « développement durable »

# À la recherche de nouvelles régulations macroéconomiques et financières

→ par Henri Sterdyniak, *Directeur du Département économie de la mondialisation à l'OFCE - Professeur associé à l'Université de Paris IX-Dauphine*

## La crise est due à l'incohérence des politiques macroéconomiques et aux dysfonctionnements des marchés financiers internationaux

La mondialisation et la globalisation financière ont fortement impulsé la croissance mondiale depuis quinze ans. Mais la crise de 2007-2008 montre les risques, en termes de stabilité et de soutenabilité, d'une croissance dirigée par les firmes multinationales, les marchés financiers et les stratégies nationales aveugles, sans institutions de gouvernance mondiale. Les marchés financiers gèrent des masses énormes de capitaux en quête d'une rentabilité maximale. Ils exercent une influence déterminante sur les taux de change, les cours boursiers et les conditions de financement des entreprises et des ménages, mais ils sont aveugles, moutonniers et cyclothymiques. La globalisation financière induit des alternances de boom et de krach. Elle permet le gonflement durable de désé-

quilibres qui finissent par éclater. La crise de 2007-2008 a détruit les fondements théoriques de la finance globalisée et a fait implorer les marchés financiers mondiaux.

Il faudrait un nouveau Bretton Woods pour redéfinir le fonctionnement de l'économie mondiale et mettre sur pied une régulation macroéconomique et financière mondiale. Mais cette 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) y sont opposées, tant les pays ont des points de vue et des intérêts divergents. Le sommet du G20 du 15 novembre 2008 à Washington pourrait ouvrir une phase de réforme du système financier international. La déclaration finale reconnaît que la crise est due à l'incohérence des politiques macroéconomiques et aux dysfonctionnements des marchés financiers internationaux. Elle ne se contente pas de déclarations d'intentions, mais lance des pistes d'action précises. Mais sera-t-elle suivie de mesures fortes ?

### Quelle régulation macroéconomique ?

L'équilibre macroéconomique mondial est peu satisfaisant, instable et fragile. Les taux de

change des grandes monnaies ont été abandonnés aux marchés. Ceux-ci, sans point d'ancrage, ont fait osciller les monnaies au rythme de leurs emballements et de leurs craintes. Ces fluctuations ne contribuent guère à équilibrer les soldes courants et attribuent au hasard gains et pertes de compétitivité.

Certains pays (États-Unis, Royaume-Uni) laissent stagner les revenus de la grande masse des ménages, mais impulsent leur consommation par la hausse de leur endettement et l'illusion de richesse qu'induisent les bulles financières et immobilières. Ce modèle était soutenu par de bas taux d'intérêt qui permettaient l'endettement et faisaient gonfler les prix des actifs.

D'autres, tels l'Allemagne et la Chine, basent leur croissance sur l'exportation et l'accumulation d'excédents extérieurs abondants, qui s'ajoutaient à ceux des pays producteurs de pétrole (Moyen-Orient, Russie et Norvège). Les pays émergents, échaudés par les crises passées, s'obligeaient à être excédentaires pour ne plus dépendre des marchés financiers ou, pire, du FMI. Ces excédents ne finançaient pas les pays en développement mais essentiellement le déficit des États-Unis, dont la persistance met en péril la stabilité monétaire mondiale. Il va falloir que les États-Unis réduisent leur déficit en maintenant un dollar bas et que

l'Allemagne comme la Chine impulsent leur demande en distribuant plus de salaires et de prestations sociales.

Comment organiser une régulation macroéconomique mondiale ? Sous l'égide du FMI, un comité économique et financier pourrait guider l'orientation générale des politiques monétaires, budgétaires et même salariales, vérifier la compatibilité des objectifs de soldes courants et définir des niveaux souhaitables des taux de change. Il pourrait mettre en garde contre des développements économiques et financiers insoutenables. Mais la tâche est ardue.

Quelle serait la doctrine de ce comité, son arbitrage entre croissance et stabilité ? Chaque pays devrait se plier à une discipline décidée de l'extérieur ; les banques centrales perdraient de leur indépendance. Que ferait-t-on si l'accord se révèle impossible ?

La déclaration du G20 du 15 novembre ne prévoit pas cette coordination permanente des stratégies macroéconomiques.

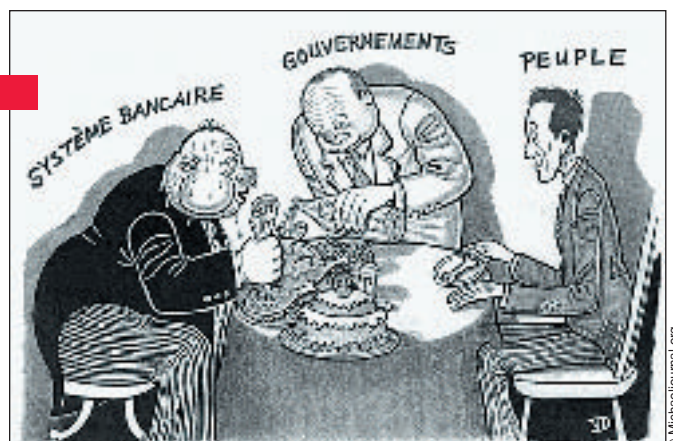
Le texte ne donne pas un rôle pivot au FMI ; tout au plus, devrait-il « anticiper et prévenir les crises ». Les leçons de la crise n'ont pas été tirées.

### Mieux réguler les marchés financiers

L'essentiel du texte du G20 est consacré à un projet détaillé de réforme des marchés financiers. Mais l'objectif est de renforcer leur régulation, sans remettre fondamentalement en cause leur rôle : les régulateurs doivent soutenir « la concurrence, le dynamisme et l'innovation sur les marchés finan-

Il faudrait un nouveau Bretton Woods pour redéfinir le fonctionnement de l'économie mondiale et mettre sur pied une régulation macroéconomique et financière mondiale

Gaspiller







Spéculer

© DR

**Recentrer les banques sur leurs métiers**

Les banques ont pour mission d'assurer le fonctionnement du système des paiements, de fournir des placements sans risques, de financer les ménages et les entreprises qui n'ont pas accès aux marchés financiers. Elles bénéficient de privilèges comme la garantie des dépôts et l'accès au refinancement de la Banque centrale. En contrepartie, elles devaient respecter des ratios de solvabilité, comme le ratio Cooke qui leur impose d'avoir des fonds propres supérieurs à 8 % de leurs crédits. Mais les banques ont tourné la législation en développant la tritrisation et les engagements hors-bilan. Elles sont intervenues sur les marchés financiers où elles ont réalisé une partie croissante de leurs profits. Lors de la crise, leurs pertes sur ces marchés ont fait disparaître leurs fonds propres requis pour garantir les crédits. La crise a montré qu'il était indispensable d'éviter les faillites bancaires (puisque celles-ci, par effet domino, mettent tout le système financier en difficulté) et de restaurer la capacité des banques à distribuer du crédit en les faisant recapitaliser par l'État. Mais ces interventions publiques posent la question du statut des banques. Celles-ci sont investies d'une fonction de service public. Leurs fonds propres étant la garantie de ce service, elles n'ont pas le droit de les utiliser à leur guise. L'intervention des États dans le capital des banques ne devrait pas être considérée comme temporaire, mais comme une base pour les recentrer vers leurs métiers et leur interdire les activités spéculatives.

Le texte du G20 ne remet pas en cause l'existence des marchés de dérivés de crédit. Pourtant, le modèle où des institutions financières 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. Le G20 prévoit d'améliorer les ratios de solvabilité pour y intégrer les opérations de tritrisation et les opérations hors-bilan. Il faudra imposer aux banques de conserver une partie

importante des crédits qu'elles ont distribués. Actuellement, la régulation prudentielle est pro-cyclique ; en période de bonne conjoncture, les banques accumulent des fonds propres et peuvent financer largement les entreprises ; c'est l'inverse quand la conjoncture se retourne, ce qui accentue la crise. Il faudra que les exigences de fonds propres varient selon la conjoncture. Elles devront aussi dépendre du type de crédit pour encourager le financement de l'investissement, pour décourager le crédit immobilier en période de bulle, pour rendre non rentable le financement de la spéculation.

**Diminuer le rôle des marchés financiers**

La crise remet en cause la légitimité du système financier à dominer l'économie mondiale, à fixer les taux de change, à dicter la



**Il faut se donner comme objectif une baisse des rentabilités requises par les marchés, une modification de la répartition de la valeur ajoutée (moins de dividendes et plus de salaires), une réorientation du système bancaire vers le financement des activités productives**



stratégie des entreprises, à drainer une part importante des profits, à distribuer des rémunérations élevées. Renforcer la surveillance des marchés n'est pas suffisant. Il faut se donner comme objectif une baisse des rentabilités requises par les marchés, une modification de la répartition de la valeur ajoutée (moins de dividendes et plus de salaires), une réorientation du système bancaire vers le financement des activités productives, un dégonflement du secteur financier et une diminution du rôle des marchés financiers. ●

ciers », mais « doivent être capables de s'adapter rapidement aux innovations ». Faut-il maintenir cette course inutile entre innovations et régulation ? Certes, les marchés tireront les leçons de la crise : pendant quelques années, les banques et les fonds de placement seront plus prudents. Mais le risque est grand que ces leçons ne soient vite oubliées ...

Le G20 propose de renforcer la transparence des marchés et des produits, notamment « des produits financiers complexes ». « Les agences de notation doivent être contrôlées, éviter les conflits d'intérêt, améliorer leurs méthodes, en particulier pour les produits structurés ». Peut-on imaginer des agences de notation publiques ? Non car l'État ou la Banque centrale ne peut se porter garant des opérations financières. Mais, il faudrait inciter les investisseurs à développer une expertise propre ; les produits financiers devraient être plus simples ; leurs détenteurs doivent être capables d'évaluer leurs risques ; il faudrait interdire les produits trop complexes dont le risque n'est pas calculable.

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

« 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 ? Il faudrait limiter fortement l'activité des fonds spéculatifs (les *hedge funds*) en leur interdisant de spéculer avec des fonds empruntés à bas taux aux banques.

Le texte recommande de revoir les pratiques de rémunération des traders pour qu'elles ne les incitent plus à des prises de risques excessives.

Leurs primes devraient être gelées pendant plusieurs années pour pouvoir y imputer les éventuelles pertes des années suivantes. Plus fondamentalement, il faudrait réduire fortement leurs rémunérations pour qu'elles correspondent à l'utilité sociale de leur activité.

Amasser



© DR