

## **Les crises de la finance globale de marché : imprévisibles, nécessaires, inévitables<sup>1</sup>.**

Pierre-Noël Giraud  
Professeur d'économie à Mines ParisTech

Article à paraître dans les Cahiers du Cercle Turgot  
Janvier 2009

Depuis la crise de 2008, un des aspects les plus critiqués de la mondialisation est la globalisation et la libéralisation financières. Il est donc indispensable, afin de dissiper quelques malentendus dans un débat passionné, de rappeler d'abord les caractéristiques économiques de la finance, en particulier de la finance de marché, avant d'aborder sa crise et les débats que sa réforme engendre.

### **La finance est indispensable, ce n'est pas une superstructure parasitaire**

Tous ceux qui considèrent la finance comme une superstructure parasitant une économie de marché qui, sans elle, pourrait être une idyllique coordination entre producteurs indépendants et bien intentionnés, sont des Saint Simoniens attardés. La finance assure deux fonctions essentielles qui en font un élément constitutif et central d'un capitalisme quel qu'il soit :

- La première fonction est de rassembler la monnaie qu'un certain nombre d'individus ou d'institutions ne comptent pas immédiatement utiliser et de la mettre à la disposition d'entrepreneurs, qui l'investiront dans des projets d'augmentation de la production des biens et des services.

- La seconde fonction, tout aussi importante, est d'organiser des marchés d'échange des risques liés à tout investissement. Ces marchés doivent permettre à ceux qui en sont le plus capables, ou qui le désirent, de prendre des risques que ceux qui sont objectivement trop fragiles, ou qui ne désirent pas les prendre, souhaitent céder.

Offrir à certains acteurs la possibilité d'entreprendre avec l'argent d'autres acteurs en leur promettant une rémunération, et permettre à chaque acteur de ne prendre que les risques qu'il estime pouvoir prendre, telles sont les deux fonctions fondamentales de la finance.

Il suffit de les évoquer pour se convaincre qu'elles sont indispensables. Ceux qui font une distinction normative entre économie de marché et capitalisme, puis au sein du capitalisme entre capitalisme industriel productif et capitalisme financier parasitaire, nourrissent en réalité des utopies : celle d'une économie de marché sans capitalisme et celle d'un capitalisme sans finance. Un capitalisme sans monopoles, sans externalités, sans finance, sans « spéculation » (un des moyens essentiels, absolument indispensable, d'équilibre des marchés d'échanges de risque), sans risques et sans État, est une pure chimère.

La finance n'est donc en aucune façon parasitaire, elle concentre au contraire l'esprit des capitalismes : faire de l'argent avec de l'argent et pour cela se priver des jouissances de la consommation immédiate et « investir », donc faire un pari toujours risqué sur l'avenir.

Ceci étant dit, ces deux fonctions peuvent être assurées par des systèmes financiers très différents. La globalisation financière a entraîné un changement significatif de système financier. Mais il est des caractéristiques fondamentales de la finance qui sont communes,

---

<sup>1</sup> Cet article reprend, en le complétant quelque peu, le chapitre 8 de : Pierre-Noël Giraud, « La mondialisation, émergences et fragmentations », publié en décembre 2008 aux « Editions Sciences Humaines »

quoique avec des intensités diverses, à tous les systèmes financiers. Il s'agit de : la volatilité des prix des actifs cotés sur les marchés ; le caractère nécessairement laxiste de la politique monétaire, qui provoque le gonflement d'un « mistigri » (j'appelle ainsi l'ensemble des promesses sur les revenus futurs qui ne pourront être honorés) ; la purge nécessaire de se mistigri, dont les formes diffèrent selon les systèmes financiers.

### **« Le commerce des promesses » : formation du prix des actifs financiers**

Un titre financier n'est jamais qu'une promesse de revenus futurs. La caractéristique fondamentale d'un titre est que son prix résulte uniquement d'anticipations sur ce que sera l'avenir du « sous-jacent », c'est-à-dire de l'acteur qui a émis la promesse de revenus futurs. L'avenir de l'entreprise, s'il s'agit d'une obligation ou d'une action de cette entreprise, l'avenir des finances publiques d'un État, s'il s'agit d'une obligation de dette publique, l'avenir d'un pays entier s'il s'agit de sa devise, etc. Le prix d'un actif financier reflète l'anticipation médiane que l'ensemble des acteurs forme de l'avenir du sous-jacent.

Les anticipations ne peuvent pas être uniquement fondées sur l'extrapolation du passé, ce qu'on appelle en général l'analyse des « fondamentaux ». Il faut prévoir l'avenir. Une partie de l'avenir est constituée d'éléments incertains mais prévisibles, probabilisables, et par conséquent calculables. Mais l'avenir connaîtra aussi inévitablement des éléments imprévisibles. L'avenir ne peut donc faire l'objet que d'un calcul partiel, car il existe toujours une part de risque incalculable. Il faut prendre des paris, en fonction d'une certaine « vision » que l'on a de l'avenir.

En raison de l'incertitude irréductible, les anticipations d'un acteur sont donc nécessairement structurées par des « modèles d'interprétation » qui reflètent la vision d'ensemble que cet acteur a de l'avenir. Le flux d'informations économiques nouvelles, dont les acteurs des marchés financiers sont tellement avides, est alors traité par leurs modèles d'interprétation et modifié en permanence à la marge leurs anticipations, ce qui fait fluctuer les prix des actifs. Mais les modèles d'interprétation eux-mêmes sont beaucoup plus stables et ne sont généralement pas affectés pendant de longues périodes.

Les modèles d'interprétation des acteurs ne sont pas quelconques, ils sont dépendants les uns des autres. En raison du mimétisme qui caractérise les comportements des acteurs financiers, mimétisme rationnel puisque, comme l'avait si brillamment analysé Keynes, sur les marchés financiers l'important n'est pas d'avoir raison tout seul mais de se tromper en même temps que tout le monde, les modèles d'interprétation sont polarisés autour de « modèles dominants ». Exemples de modèles dominants : la « nouvelle économie des technologies de l'information » avant mars 2000, « le modèle asiatique » avant l'été 1997, « Enron, entreprise innovante de type nouveau » jusqu'à peu de mois avant sa faillite. Ou encore, jusqu'à la crise financière de 2008, « la capacité autorégulatrice des marchés financiers ».

Les anticipations produites par les modèles dominants sont en généralement auto-réalisatrices. Non pas au sens banal : si la majorité des acteurs pense qu'un titre va se valoriser, il est acheté et se valorise, mais dans un sens plus profond. Si l'action d'une entreprise se valorise en raison d'anticipations favorables, l'entreprise peut ainsi par exemple acquérir des concurrents qui étaient objectivement plus innovants, et devenir leader à la place de ces derniers.

Il arrive régulièrement, quoique de façon très difficile à prévoir, qu'une série d'informations convergentes non seulement fasse fluctuer les prix, mais sape le modèle d'interprétation dominant lui-même. Le modèle s'effondre et avec lui la croyance de pouvoir déduire rationnellement les prix des actifs de l'information disponible. Il s'ensuit de très importantes fluctuations de prix, le marché ayant « perdu ses repères ». Puis vient une

stabilisation à un niveau qui n'a bien sûr aucune raison d'être « meilleur » que le précédent, mais qui correspond simplement à la stabilisation d'une nouvelle anticipation médiane, appuyée sur un nouveau modèle d'interprétation dominant. La crise a donc été provoquée par un basculement du modèle d'interprétation dominant. La finance est ainsi incontestablement le domaine de l'économie dans lequel le caractère agissant de l'opinion, sous forme d'anticipations auto réalisatrices organisées par des modèles d'interprétation, se manifeste de la manière la plus éclatante.

Tels sont les mécanismes de déclenchement des crises financières. On voit donc qu'elles sont très difficiles à prévoir et qu'il faut se contenter de propositions de bon sens qu'ils ne sont jamais que la traduction en langage technique de : « les arbres ne montent jamais jusqu'au ciel » ou « après la pluie, le beau temps ». Mais qu'en est-il de leurs causes profondes, de leur moteur ? Il faut se tourner pour le comprendre du côté de la manière dont la finance s'articule à la politique monétaire.

### **Les excès nécessaires de la politique monétaire : le mistigri**

La finance collecte donc la monnaie épargnée par certains pour la mettre à la disposition des entrepreneurs. Il existe un autre moyen de fournir de la monnaie aux entrepreneurs, c'est la création monétaire « *ex nihilo* » par les banques. Elle est indispensable : on peut montrer que si l'investissement était strictement limité à l'épargne, sans le « préfinancement » de la richesse future que constitue la création monétaire, la croissance économique serait plus faible.

On conçoit aisément que, pour que la croissance de l'économie soit maximum, il faille que tous les projets rentables soient financés. Or on ne sait pas au départ, parmi tous les projets qui se proposent, ceux qui seront finalement rentables. On peut en avoir une bonne estimation mais il est certain qu'un certain pourcentage des projets qui apparaissent rentables ne le seront pas. En conséquence les promesses de revenus des titres adossés à ces investissements ne pourront être tenues. Pour être sûr de financer tous les projets rentables et maximiser ainsi la croissance, le meilleur système monétaire imaginable ne peut s'empêcher de financer aussi une petite proportion de projets non rentables, qui donnent lieu à des promesses de revenus futurs ne pouvant être satisfaites, et qui devront donc être détruites. Ces promesses de revenus futurs impossibles à tenir, c'est ce que j'ai appelé<sup>2</sup> le « mistigri ».

On peut évidemment imaginer une politique monétaire parfaitement « vertueuse » qui minimise la taille de l'inévitable mistigri. Mais il suffit qu'il existe une « préférence pour la croissance » pour que la finance investisse, soutenue en cela par une création monétaire plus abondante, dans plus de projets, malgré le risque plus élevé de se tromper. Or les gouvernements manifestent généralement une préférence pour la croissance. La croissance est en effet perçue par l'opinion comme le moyen d'alléger les problèmes soulevés tant par les inégalités internes à un territoire que par les inégalités externes entre territoires de richesse différente. Cette préférence peut d'ailleurs être justifiée sur le plan théorique si l'on montre que des imperfections de marché laissent en permanence un volant de moyens de production inutilisés, en particulier des hommes au chômage. Dans ce cas, un surcroît de croissance engendre des externalités positives qui peuvent justifier les inconvénients d'un mistigri plus élevé.

C'est ainsi que depuis l'après-guerre, dans tous les pays, une politique monétaire toujours favorable à la croissance engendre une dissymétrie dans la création monétaire. On

---

<sup>2</sup> Pierre-Noël Giraud : « Le Commerce des promesses. Petit traité sur la finance globale. » Le Seuil, éditeur. Prix Turgot 2001. Édition revue et augmentée en septembre 2009 chez Points Seuil.

baisse les taux d'intérêt dans les récessions pour relancer l'économie. Mais on conserve des taux modérés dans la phase de croissance pour ne pas casser celle-ci. Les entreprises accroissent leurs investissements et les ménages leur consommation en les finançant par une dette à bon marché. Le crédit facile permet aussi aux acteurs financiers de jouer à fond de « l'effet de levier de l'endettement » pour accroître leur profit : ils empruntent à relativement bon marché sur les marchés monétaires pour acheter des titres<sup>3</sup> (ou directement des entreprises dans les opérations de LBO) qui dans la phase de croissance s'apprécient à un taux bien supérieur. La valeur des actifs en est accrue et par conséquent la taille du mistigri.

## **La purge inévitable du mistigri et ses différentes formes, variables selon le système financier**

Dès lors, la purge de ce mistigri est nécessaire et ceci, quel que soit le système financier. Les formes que prend cette purge sont en revanche très dépendantes du type de système. Dans le système internationalement cloisonné et principalement intermédiée qui était celui des pays riches avant la libéralisation des années 1980, la forme principale d'élimination du mistigri était progressive et apparemment indolore : c'était l'accélération de l'inflation. Elle a réalisé le programme de Keynes : l'euthanasie des rentiers au profit de ceux qui consomment et de ceux qui investissent. L'accélération de l'inflation perturbe l'évaluation des prix relatifs, donc leur extrapolation et la prise de décision pour les investissements à venir. On peut donc considérer que, toutes choses égales par ailleurs, rendant l'avenir plus incertain, un dérapage de l'inflation décourage l'investissement et la croissance.

Dans le système de finance globale actuelle, caractérisé par un décroisement géographique et fonctionnel des activités financières, la forme principale de purge du mistigri est le krach. Il intervient sur un marché ou sur un autre : actions, immobilier, changes. Il est suivi d'une crise bancaire plus ou moins localisée et profonde. En finance de marché, les krachs sont inévitables et nécessaires pour purger le mistigri. De plus leur déclenchement, provoqué par des basculements des modèles d'interprétation dominants, est on l'a dit en pratique impossible à prévoir avec précision, de même que la durée de la crise qui dépend du retour d'une stabilisation d'anticipations polarisées autour d'un nouveau modèle d'interprétation dominant.

Les krachs ont évidemment un effet dépressif, d'abord à travers « l'effet de richesse ». La chute du prix des actifs déprime la consommation et l'investissement. Si la crise financière est suffisamment grave pour engendrer une crise bancaire, l'effet de richesse est redoublé par la restriction du crédit bancaire (le « *credit crunch* »), avec la même conséquence : une baisse supplémentaire de la demande. La dépression de la demande conduit à une récession, que l'État doit normalement combattre en réduisant au minimum les taux monétaires et en augmentant les dépenses publiques.

En résumé, le système financier actuel, dominé par une finance globale de marché, est intrinsèquement instable et régulé par des krachs inévitables et imprévisibles qui ont des effets macro-économiques dépressifs. Il transmet ainsi son instabilité à l'ensemble de l'économie.

## **Pourquoi réformer?**

---

<sup>3</sup> Les banques peuvent le faire pour leur propre compte puisqu'elles créent de la monnaie. Elles en prêtent également à cette fin à des *hedge funds*, dont leurs propres filiales. En France, M. Tout le monde n'a pas droit d'emprunter à sa banque pour acheter des actions, même s'il présente les garanties nécessaires. La démocratie du marché dont nous parlerons ci-dessous n'est donc pas tout à fait complète.

Il est désormais question de réformer en profondeur le système financier. Avant d'en examiner les moyens, interrogeons-nous d'abord sur les motivations. On peut en effet souhaiter réformer le système parce qu'on le juge soit trop « inéquitable » soit trop « inefficace ».

### ***La finance est-elle équitable ?***

Les formes de destruction du mistigri étant différentes selon les systèmes financiers, on peut tout d'abord se demander qui en supporte le coût, donc s'interroger sur les effets plus ou moins inégalitaires des différents systèmes ou plus concrètement poser la question : « qui gagne et qui perd avec la globalisation financière ? »

La finance bancaire et cloisonnée des Trente Glorieuses était une oligarchie. Un club très fermé de banquiers, industriels, hauts fonctionnaires et hommes politiques décidait seul des affaires monétaires et financières. Il arrivait à l'oligarchie de se soucier du peuple et d'en ménager certains intérêts, par exemple en lui octroyant le livret A, au rendement certes très modeste mais stable, du moins tant que la politique monétaire restait vertueuse. Mais en moyenne elle ne l'était pas, car pour tenter de relancer une croissance fléchissante dans les années 1970, la politique monétaire était devenue très laxiste et une accélération de l'inflation avait accompagné l'enflure du mistigri. Ce sont principalement les prêteurs à taux fixe, c'est-à-dire un grand nombre de petits épargnants, qui ont été lésés, au profit des emprunteurs. C'est ainsi que la génération du baby-boom a profité de ce système lorsque, arrivée à l'âge adulte, elle a emprunté pour acquérir son logement. Vingt ans après, alors que sa fraction supérieure commençait à accumuler de l'épargne financière, ce système ne lui a plus convenu. On en a donc changé...

La finance globale de marché est une éclatante victoire de la démocratie. Au moins dans les pays riches, les investisseurs sont désormais tous « libres et égaux en droit ». Ils peuvent accéder à une immense palette d'instruments financiers présentant une gamme quasi continue de couples rendement/risque. Cependant, un marché ne fonctionne efficacement qu'avec une information précise et partagée sur la qualité des produits. Or l'information nécessaire pour évaluer la qualité des titres financiers est à la fois irréductiblement incomplète et asymétrique. Elle est incomplète, car, répétons-le, tandis que le prix d'un bien reflète son passé, le prix d'un titre n'exprime que la vision médiane que les investisseurs se font de l'avenir, un avenir dont nul ne peut être certain.

De plus, cette information est très asymétrique. Dans la vaste démocratie qu'est la finance de marché, votent ensemble, en achetant et en vendant des titres sur les mêmes marchés, d'un côté de petits épargnants qui n'ont ni le temps ni les outils pour analyser la valeur des actifs, c'est-à-dire leur risque, et de l'autre des spécialistes très bien formés et de ce fait supérieurement informés. En bref, c'est une démocratie de renards libres dans un poulailler libre. Dans ces conditions, il n'est pas très difficile de deviner qui va finalement subir les pertes en cas de crise, quelles qu'en soient les péripéties et avec ou sans interventions des États. À coup sûr, les investisseurs les plus mal informés, par conséquent les petits investisseurs, puis si cela ne suffit pas, en seconde ligne, l'ensemble des contribuables.

À cela s'ajoutent les effets inégalitaires de la finance globale *via* la globalisation des firmes. La finance soumet toutes les firmes à une exigence de rentabilité maximum pour leurs actionnaires, les firmes mettent tous les territoires et les salariés en compétition. Il en résulte une forte pression à la diminution de la part des salaires et à l'augmentation de celle des profits dans la valeur ajoutée.

### ***La finance de marché est-elle, au moins, plus efficace ?***

Un second débat à propos de la finance porte sur l'efficacité d'ensemble d'un système par rapport à un autre. La question est cette fois : « les capitalismes ont-ils perdu ou gagné en efficacité avec la globalisation financière ? » Elle est différente de la question précédente, mais non sans rapport. Comme pour le commerce international, une augmentation de l'efficacité d'ensemble due à la finance globale de marché permettrait en théorie que les gagnants compensent les perdants, si du moins on arrive à se mettre d'accord sur la situation de référence pour désigner perdants et gagnants. Il faut bien prendre conscience des difficultés de cette question. Il faudrait en effet imaginer ce que serait la mondialisation actuelle avec, par exemple, la finance des années 1960. On voit bien que c'est impossible, car elles seraient incompatibles. C'est en vérité une question qui exige un exercice de pensée du même type que la question prospective suivante, désormais d'une actualité brûlante: « que se passerait-il aujourd'hui si, pour tenter de remédier à l'instabilité évidente de la finance globale, nous mettions en place un système financier très différent, avec par exemple des règles instaurant un strict cloisonnement des activités financières, de manière à éviter qu'un krach sur un marché financier engendre une crise bancaire ? » La comparaison précise de deux systèmes globaux dont l'un est nécessairement imaginaire paraît très difficile.

Tout au plus pourrait-on proposer l'évaluation suivante. La finance bancaire cloisonnée était certainement bien adaptée au financement des grands oligopoles constitués de champions nationaux et engagés dans la production de masse, ainsi qu'au financement des États ayant essentiellement recours à l'épargne nationale pour combler leurs déficits. La finance globale de marché est sans doute plus efficace pour financer des *start-up* innovantes et la croissance extrêmement rapide mais risquée de certaines entreprises, ainsi que pour financer les déficits publics par des transferts internationaux d'épargne. En revanche, elle est incontestablement beaucoup plus instable et cette instabilité a un coût. Les coûts de l'instabilité sont-ils supérieurs aux gains d'efficacité dans l'innovation ? C'est cela qui est pratiquement impossible à évaluer précisément, parce qu'on ne peut pas construire le référentiel de façon très rigoureuse.

En revanche on peut discuter des conditions de possibilité d'une réforme du système actuel. La réforme concerne trois dimensions d'importance inégale de l'instabilité du système : les crises de change dans les pays pauvres et émergents, l'instabilité des changes et le déséquilibre des balances de paiement entre grands pays, l'instabilité systémique : les booms et krachs sur les marchés relayés par des crises bancaires.

### **Les crises de change dans les pays pauvres et émergents**

Les crises de change et leur cortège de conséquences économiques : effondrement du change, effondrement des autres marchés d'actifs voire de l'immobilier, profonde récession et plan de redressement imposé par le FMI si le pays lui emprunte, ont été nombreuses à partir des années 90. Mexique en 1994 ; Asie du Sud-est en 1997 ; Russie en 1998 ; Argentine en 2001 ; Turquie en 2001 ; Brésil en 1999 et en 2002. Bien qu'il soit en toute rigueur impossible de l'affirmer, dans bien des cas et très probablement en Asie du Sud-est en 1997, ces crises ont eu une dimension auto réalisatrice prépondérante. En d'autres termes, elles auraient pu ne pas se produire et les pays concernés, au prix d'ajustements internes parfaitement praticables, auraient pu poursuivre sur leur trajectoire de croissance antérieure. Une crise financière sans fondement macroéconomique réel leur a donc fait perdre deux ou trois ans de croissance.

Dans cette période, le FMI reconnaît aujourd'hui lui-même avoir fait des erreurs. Il a recommandé une ouverture trop rapide du compte de capital à certains pays, ce qui les a exposés aux flux et reflux de capitaux très mobiles, y compris d'ailleurs des capitaux appartenant aux résidents de ces pays, alors que leur système bancaire était encore fragile. La

crise de change s'est donc immédiatement transformée en crise bancaire très profonde aux effets récessifs considérables. Il aurait bien mieux valu réformer d'abord les systèmes bancaires et ouvrir ensuite très progressivement les frontières aux mouvements de capitaux. Cela n'aurait pas nécessairement entravé les flux d'investissements directs étrangers, qui sont de très loin, avec les envois de fonds des travailleurs immigrés, les flux les plus efficaces pour accélérer le rattrapage du pays. Le rôle des flux de capitaux placés en actifs très liquides, ce qui les rend très volatils, est beaucoup plus discutable. Il existe désormais une sorte de consensus sur cette question : une ouverture plus prudente, des contrôles prudentiels du système bancaire préalables, un système de change fixe mais facilement ajustable avec un panier de monnaies, décourager l'endettement à court terme bancaire.

Un problème reste pendant : l'adoption d'un « code de faillite pour les États ». Il consisterait, quand un État ne peut pas assurer le service de sa dette souveraine, à réunir tous ses créanciers et à répartir entre eux, soit les pertes, soit le refinancement de l'État. Ainsi serait supprimé « l'aléa moral » que constitue l'intervention quasi systématique du FMI pour prêter aux États défailants de manière à ce qu'ils puissent rembourser leurs créanciers privés. Ces derniers empochent donc les primes de risque, mais ils n'assument pas les risques quand ils surviennent ! Un phénomène assez répandu dans la finance de marché globale. Jusqu'ici, les négociations pour adopter un tel code n'ont pas abouti. Ce n'est pas faute de propositions, il en existe et de fort raisonnables. Mais un code de faillite contraignant pour les créanciers obligerait tous les États à accepter que des banques résidant sur leur territoire soient contraintes par une autorité supranationale, le gestionnaire de la faillite. Un abandon de souveraineté que n'ont jamais accepté les États-Unis d'Amérique, jusqu'à présent.

## **Les déséquilibres des balances des paiements et l'instabilité des changes entre les grandes monnaies**

La finance globale a connu des booms et des krachs sur les marchés d'actions, immobiliers, des commodités et de l'art. Elle a connu des crises bancaires d'extension et de profondeur variable. Elle a connu des crises de change violentes qui ont affecté certaines petites monnaies, mais pas (encore ?) de crise de change affectant une grande monnaie. Le dollar en particulier, dont de nombreux experts prédisent depuis une vingtaine d'années l'effondrement si « on ne prend pas le taureau par les cornes » selon leurs recommandations.

Le système monétaire et financier international actuel engendre en effet la dynamique suivante. Une politique américaine d'abondance monétaire favorise la croissance de l'endettement des résidents américains et particulièrement des ménages, qui empruntent pour consommer et acquérir des biens durables, dont leur maison. Compte tenu des investissements des entreprises qui sont également soutenus en raison du dynamisme technologique du territoire américain, les résidents américains dans leur ensemble consomment nettement plus qu'ils ne produisent. Ce comportement est donc initialement financé par la politique monétaire américaine. Consommant plus qu'ils ne produisent, ils importent beaucoup plus qu'ils n'exportent. Leur balance de base est négative de plusieurs centaines de milliards de dollars chaque année. Il existe donc nécessairement des excédents de balance de base équivalents quelque part dans le monde, en l'occurrence en Asie et tout particulièrement en Chine. Car la Chine renforce délibérément la boulimie américaine en maintenant un taux de change bas pour le yuan. La Chine produit beaucoup plus qu'elle ne consomme et exporte massivement aux États-Unis. Ce sont donc les résidents chinois, puis la banque centrale chinoise (puisque les résidents chinois n'ont pas le droit en général de placer eux-mêmes leur épargne à l'étranger) qui concentrent entre leurs mains une bonne partie de la monnaie émise par le système bancaire américain pour financer l'excès de consommation des résidents

américains. Cette monnaie, la banque centrale et les fonds souverains chinois la placent naturellement à l'étranger en actifs financiers.

Supposons pour l'instant qu'ils la placent entièrement en actifs vendus par les résidents américains et libellés en dollars. Le seul problème serait que les résidents américains n'aient bientôt plus rien à vendre, ni immeubles à Manhattan, ni actions d'entreprises américaines, ni titres de dette. On en est évidemment encore très loin. Mais se pose un second problème, plus immédiat. Les détenteurs officiels chinois de dollars peuvent aussi vouloir diversifier leurs portefeuilles et investir dans des titres en euros, ce qui les conduit à vendre des dollars contre des euros et par conséquent à faire monter l'euro contre le dollar. Éventuellement au point de provoquer un véritable krach sur le dollar, dont les conséquences sont à vrai dire assez difficiles à anticiper.

La question a par conséquent deux dimensions. Une dimension de long terme : les résidents chinois permettent aujourd'hui aux résidents américains de consommer à crédit. Seront-ils remboursés un jour ? C'est-à-dire : seront-ils un jour en position de pouvoir à leur tour, quand leur population aura vieilli, consommer pendant de longues années plus qu'ils ne produisent ? Il faudrait pour cela, par exemple, que les résidents du territoire américain se mettent à produire beaucoup plus qu'ils ne consomment pendant de longues années. C'est fort peu probable. La seconde solution serait qu'un autre territoire se place dans cette situation. Ce ne pourrait être que les derniers à s'engager dans un processus de rattrapage où ils accepteraient, comme la Chine le fait aujourd'hui, de produire plus qu'ils ne consomment pour apprendre le plus vite possible. Seule l'Afrique pourrait jouer ce rôle. On voit ici, une fois de plus, que les pays émergents ont un profond intérêt stratégique au rattrapage de l'Afrique. Leur retraite en dépend !

La dimension plus immédiate du problème, c'est que l'Europe est aujourd'hui l'otage des choix de politique économique des Américains et des Chinois. Il en résulte de fortes fluctuations de l'euro. Si l'on veut stabiliser les conditions de la compétition dans la mondialisation, il faut régler ce problème. C'est un enjeu beaucoup plus important que les questions de protections tarifaires. Aujourd'hui, alors que tout le monde hurle au désastre inévitable à la moindre menace de retour au protectionnisme commercial, on assiste sans broncher à la pratique d'un mercantilisme à très grande échelle mais monétaire, qui s'exerce par le biais de l'autonomie des politiques économiques dans un système de changes flexibles.

Si l'on veut y remédier, on sait parfaitement quoi faire : la seule voie est la coordination des politiques économiques entre Union européenne, États-Unis, et puissances asiatiques.

## **L'instabilité systémique**

La crise financière initiée par celle des *subprimes* aux États-Unis est sans conteste la plus profonde qu'ait connue la finance globale de marché, car c'est une crise bancaire généralisée. On était déjà probablement passé assez près d'une crise bancaire lors de la faillite du fonds LTCM en 1998. Mais les conséquences de l'événement avaient été étouffées dans l'œuf.

Une fois la crise bancaire de 2008 enclenchée, les autorités monétaires et les gouvernements ont fait dans leur ensemble ce qu'ils pouvaient faire. Fixer des planchers aux prix sur les marchés déboussolés, en s'engageant à racheter les créances et les actifs douteux ou en s'engageant à recapitaliser les banques d'une part, en procurant toute la liquidité nécessaire d'autre part. Mais elles ne sont pas parvenues à empêcher le déclenchement d'une crise de confiance. Puisque le retour de la confiance obéit à des lois encore plus impénétrables que sa disparition, la longueur de la crise, la profondeur de ses conséquences économiques et

ce qu'à son terme il en aura coûté d'argent public, resteront imprévisibles jusqu'à la fin, où l'on ne pourra que les constater. En tout état de cause, durant la crise, le mistigri doit être purgé. L'enjeu de la crise, c'est de décider qui va perdre. Il y aura bien sûr des résistances. Les réduire prendra un certain temps et prolongera d'autant la récession qui accompagne la crise bancaire et qui naturellement la renforce.

Comme toujours à l'occasion d'une crise financière de quelque ampleur, on en appelle bruyamment à plus de réglementation. Il faut en finir avec « Wall Street » et la « City », entend-on, et avec leurs mœurs cyniques et dépravées ! Il faut un « nouveau Bretton-Woods » ! Certes, les capitalismes sont réformables et la finance globale de marché également. On peut même envisager des réformes assez radicales. Le passage de la finance bancaire cloisonnée à la finance de marché globale s'était fait selon deux axes distincts. Le premier fut l'ouverture des frontières aux mouvements de capitaux ; le second, le décloisonnement des métiers de la finance, connectant entre eux tous ses compartiments. On peut parfaitement envisager des mouvements inverses sur ces deux axes. Il est cependant peu probable que l'on revienne sur la libre circulation des capitaux, sauf peut-être pour résorber l'anomalie et la grande hypocrisie que constituent les paradis fiscaux<sup>4</sup>.

Faisons donc l'exercice de pensée consistant à examiner un instant les solutions les plus radicales envisageables sur le second axe pour supprimer les crises bancaires. On séparerait totalement les activités bancaires des activités de marché<sup>5</sup>. Les banques de dépôts ne seraient autorisées qu'à faire des crédits et ne s'approvisionneraient en liquidité qu'auprès de la banque centrale, qui aurait donc le monopole de la création monétaire. Les banques n'auraient évidemment pas le droit de prêter aux activités de marchés. Celles-ci ne bénéficieraient donc d'aucun effet de levier et se joueraient exclusivement entre de vrais épargnants risquant leur propre argent et des entrepreneurs, avec tous les intermédiaires financiers que ces acteurs trouveraient utiles d'employer. Soit. Ce serait un système financier assez rustique, mais concevable. Le grand public disposerait d'un système bancaire aussi sûr que possible, car isolé de la finance de marché.

Reste qu'il existe dans toute économie une masse incompressible de risques. Reflet des paris sur l'avenir que font en permanence les acteurs économiques, cette masse est d'autant plus grande que la croissance est vigoureuse et elle est irréductible. Dans ce système cloisonné, la totalité des risques étant confiné sur les bourses et les marchés dérivés, ces marchés deviendraient extraordinairement volatils et le grand public n'échapperait pas totalement aux fluctuations macro-économiques engendrées par cette instabilité. Il ne faut jamais perdre de vue que le risque financier et ses conséquences, les purges du mistigri, sont inévitables et nécessaires, le choix restant étant celui de la forme des purges.

Une réforme d'une telle radicalité n'est cependant pas susceptible (à l'heure où cet article est écrit) de rassembler des forces suffisantes pour la faire accepter. Les réformes les plus généralement proposées conservent l'hypothèse d'une finance de marché non cloisonnée. Leurs principes sont simples à exprimer : « des épargnants mieux informés contraignant les institutions financières à plus de responsabilité dans la prise et la gestion des risques ». Certes, c'est exactement ce qu'il faudrait faire, mais il est douteux qu'on progresse beaucoup dans cette direction : incomplétude et asymétrie de l'information sont en effet irréductibles et on voit très mal comment y remédier.

C'est ainsi que les analystes financiers, particulièrement depuis l'affaire Enron, ne sont plus vraiment convaincants dans le rôle de producteur d'information fiable pour les petits épargnants. Les agences de notation avaient meilleure réputation, jusqu'à ce qu'elles échouent

---

4 Rappelons qu'il existe un paradis fiscal en France, Monaco, dont le Premier ministre est un haut fonctionnaire français.

5 Dans l'esprit, donc, du « *Glass Steagall Act* » américain de 1933, finalement abrogé en 1999, après avoir été quasiment réduit à néant à partir des années 1980.

spectaculairement à informer de la qualité des obligations adossées à des crédits immobiliers « subprimes ». Mais de toute façon, seraient-elles sans reproches, les petits épargnants n'auraient pas les moyens de traiter l'information qu'elles délivrent. Ils continueront à n'avoir d'autre choix que de confier leur épargne à des gérants, qui eux-mêmes n'auront d'autres objectifs que de répliquer l'évolution des marchés, c'est-à-dire de ne rien faire en prélevant cependant une confortable commission.

Quant aux gros investisseurs, y compris les banques qui jouent pour leur propre compte et les fonds qu'elles financent abondamment, ils bénéficieront toujours de la meilleure information possible. Quoiqu'il arrive et quoi qu'en disent ceux qui réclament la « fin de Wall Street », ils continueront donc à se livrer au jeu passionnant et lucratif qui consiste à passer les risques aux autres en gardant les rendements pour soi, grâce à des montages et à des instruments sans cesse renouvelés dont la conception et la gestion mobilisent les compétences de milliers de mathématiciens de haut niveau.

On voit très mal comment le renforcement des réglementations, auquel tout le monde appelle aujourd'hui *ad nauseam* – quand on ne se donne pas de surcroît le ridicule de prôner « plus de transparence » – pourrait remédier sérieusement aux conséquences inévitables de cette donnée fondamentale : l'incomplétude et l'asymétrie irréductibles de l'information. La réglementation est condamnée à une course-poursuite derrière l'imagination financière, qui toujours cherchera à dissimuler des risques pour pouvoir les faire prendre par d'autres tout en conservant les rendements. C'est la raison fondamentale pour laquelle le grand scandale aux yeux de certains qu'est la privatisation des gains et la socialisation des pertes risque fort de perdurer après les réformes, qui en fin de compte seront très probablement assez cosmétiques, une fois passé le plus gros de la crise.

Que faire dans ces conditions ? Puisque l'instabilité engendrée par la finance globale de marché semble inévitable, les Etats doivent renforcer leurs moyens de politiques contra cycliques. En phase de boom : éviter les politiques monétaires trop laxistes et accumuler des excédents budgétaires, de manière à pouvoir faire l'inverse à grande échelle après le krach. Enfin, coordonner les politiques économiques entre grandes puissances, pays émergents compris, et donc supprimer définitivement le G9 au profit d'un G 20 nettement plus actif.