

## L'ÉVÉNEMENT 6 à 14

- **La presse dans tous ses états** 6  
L'irruption d'Internet a contribué à aggraver les difficultés, déjà anciennes, de la presse écrite.

## EN BREF 16 à 31

avec les chroniques de  
Eloi Laurent | **Economie**  
Bernard Gazier | **Travail**  
Jean-François Bayart | **International**

## ACTUALITÉ 32 à 39

- **Au secours, le chômage revient !** 32  
Après trois années de baisse, le nombre de demandeurs d'emploi est de nouveau en forte hausse. Remettant en cause la politique de l'emploi du gouvernement.

- **Climat : que va faire l'Europe ?** 35  
L'Union européenne prépare son paquet « énergie-climat ». Un texte qui fait l'objet d'un lobbying intense de la part des Etats et des entreprises.

- **Le Nord ne tient pas ses engagements** 38  
Une conférence mondiale sur le financement du développement se tient à Doha à la fin du mois. Il n'y a guère de percée majeure à en attendre.

## TENDANCES 40 à 44

- **Les pieds dans le plat** 40  
L'obésité se répand. Et les déséquilibres alimentaires reflètent aussi les inégalités sociales.

## COMPRENDRE 73 à 85

- **Mauvaise météo pour les multinationales** 73  
Baisse des crédits bancaires, des profits et donc des investissements, les firmes mondiales aussi souffrent de la crise financière.

- **Des ados bien dans leurs baskets ?** 74  
Les comportements des ados français ont été auscultés par l'Inpes : niveau de vie, relations familiales, école, loisirs...

- **100 millions d'emplois verts** 75  
3 % des emplois dans le monde sont liés à la préservation ou au rétablissement de la qualité de l'environnement.

- **Relocalisations en vue ?** 76  
Certaines délocalisations vers des pays à bas coûts sont en train de perdre leur rentabilité économique.



La presse dans tous ses états page 6

## DOSSIER 45 à 72



## Spécial CRISE

28 pages sur la plus grande crise financière depuis 1929

- La machine à dettes
- Comment les Etats ont sauvé le capitalisme
- Les dix chantiers de la régulation financière
- Quelles banques pour demain ?
- Vers la fin de la suprématie américaine ?
- Demain la dépression ?
- « La crise d'un modèle de croissance inégalitaire »



Les pieds dans le plat page 40

## ■ L'infraction normale 77

Les violations du code du travail sont si fréquentes aux Etats-Unis qu'elles tendent à devenir la norme.

## ■ Pourquoi il faut des écotaxes 78

Malgré la volonté affichée d'agir en matière environnementale, une fiscalité écologique peine à voir le jour en France.

## ■ Banque : la mécanique infernale 80

Ces dernières semaines, la quasi-totalité des banques mondiales se sont retrouvées en grande difficulté.

## ■ Faut-il avoir peur de l'urbanisation du monde ? 82

D'ici à 2050, la population urbaine pourrait atteindre 6,4 milliards, soit 70 % des habitants de la planète.

## IDÉES 86 à 97

### DÉBAT

#### ■ La gauche et le libéralisme 86

Après les travaillistes britanniques, les gauches espagnole et italienne redéfinissent leur rapport au libéralisme. En France, le sujet reste largement tabou.

### DÉBAT

#### ■ Démocratie économique et nouvelles régulations 89

Comment et à quelles conditions l'économie sociale peut-elle contribuer à la démocratie économique ?

### RÉFLEXION

#### ■ Douglass C. North, une autre approche de l'histoire 92

Formé à l'école néoclassique mais penseur atypique, North est l'un des fondateurs de l'histoire économétrique et de l'économie institutionnelle.

### RÉFLEXION

#### ■ Partir de l'individu ou de la société ? 95

L'individualisme et le holisme méthodologiques se disputent l'explication des faits sociaux. Ces approches ont chacune leurs limites.

## LIVRES 99 à 106

|                       |     |
|-----------------------|-----|
| Ecrans                | 107 |
| Agir                  | 108 |
| Agenda                | 111 |
| Courrier              | 112 |
| Bulletin d'abonnement | 113 |

### Point de vue

*Opportunisme et aveuglement*

par Denis Clerc

114

RETOUR SUR LA PLUS GRANDE CRISE FINANCIÈRE DEPUIS 1929

Spécial

# CRISE



- La machine à dettes
- Comment les Etats ont sauvé le capitalisme
- Les dix chantiers de la régulation financière
- Quelles banques pour demain ?
- Vers la fin de la suprématie américaine ?
- Demain la dépression ?
- La crise d'un modèle de croissance inégalitaire

## L'ÉDITORIAL DE CHRISTIAN CHAVAGNEUX

*Infarctus libéral*

**L**e libéralisme économique n'est pas mort en octobre 2008. Déjà bien affaibli depuis quelques années, il a connu une nouvelle et forte crise. Mais il est encore trop tôt pour dire si elle emportera définitivement le malade. Quelques signes peuvent le laisser penser. Le premier d'entre eux est la montée en puissance des pays émergents. De la Corée du Sud à la Chine en passant par l'Inde, les réussites économiques de ces dernières décennies ont été le fait de pays qui ont échappé au consensus libéral. Politique industrielle, contraintes sur les mouvements de capitaux, etc., l'action des Etats mise au service du développement a montré toute son efficacité.

En prenant toute leur place, ces pays ont également bousculé la répartition des bénéfices susceptibles d'être tirés de la mondialisation, au détriment des vieux pays industrialisés porteurs du message libéral. L'échec du cycle de négociations de Doha, visant à ouvrir encore plus le commerce mondial, a tenu en partie au fait que, comme le montrait la Banque mondiale, les pays pauvres y perdaient et les pays riches y gagnaient un peu, les émergents sortant en grands vainqueurs. De plus, les politiques de patriotisme économique sont devenues à la mode, par peur de voir les entreprises émergentes et les fonds souverains prendre le contrôle des champions nationaux et des industries stratégiques du Nord, une crainte encore exprimées par le président Sarkozy devant le Parlement européen le 21 octobre dernier.

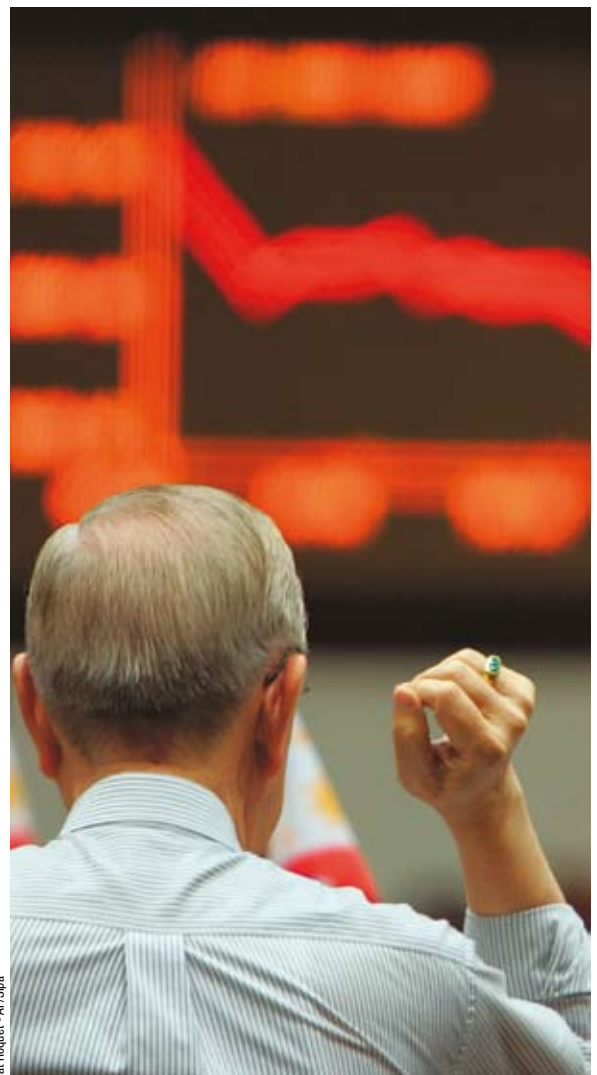
De la même façon, la mise en œuvre de nouvelles politiques industrielles (pôles de compétitivité) à côté des anciennes (Airbus...) n'est plus taboue. Sans oublier les interventions visant à lutter contre les pandémies internationales et, bien entendu, contre le réchauffement climatique. Bref, les Etats, au Sud mais aussi au Nord, ont de moins en moins honte d'afficher leurs interventions dans l'économie.

Et le climat idéologique est lui aussi en train de changer. L'attribution récente du prix de la Banque de Suède à l'Américain Paul Krugman, après celui décerné à Joseph Stiglitz et en attendant peut-être celui de Dani Rodrik, tous les trois assez circonspects face aux vertus du marché, souligne combien la théorie économique dominante s'est transformée. On peut autant la mobiliser aujourd'hui pour justifier l'intervention de l'Etat qu'on le faisait hier pour donner davantage de place aux marchés.

Bref, les politiques et les idées libérales ne sont pas au mieux de leur forme. La crise financière va-t-elle leur porter le coup de grâce ? Les libéraux qui nous juraient que la déréglementation financière permettrait une meilleure allocation de l'épargne mondiale et un

meilleur contrôle des risques (!) doivent revoir leur copie. Surtout, les dirigeants américains, britanniques, mais aussi de tous les autres pays qui leur avaient emboîté le pas pour vanter les mérites du tout-marché ont compris l'ampleur des menaces que fait peser une finance non régulée sur la bonne marche de leur économie. Une fenêtre de tir politique semble désormais s'ouvrir en faveur de sa remise au pas.

Mais rien n'est acquis. C'est tout l'enjeu des mois qui viennent que de savoir si le quasi-naufrage du système bancaire et les risques pour la croissance mondiale qui en résultent suffiront à faire basculer les élites dirigeantes vers la recherche d'un capitalisme régulé, laissant moins de place à un fonctionnement débridé des marchés et au lot d'inégalités qui l'accompagnent. ■



Pat Riquet - AP/Spa

La crise est celle d'un système financier hypersophistiqué qui, à force de transférer les risques, les a massivement sous-évalués. Explications.

# La machine à dettes

**Q**ui pouvait imaginer, début 2007, que le monde était à la veille d'une crise financière qui allait conduire à la nationalisation partielle des plus grandes banques de la planète ? Il y avait certes des sujets d'inquiétude : le déficit extérieur abyssal des Etats-Unis, l'endettement croissant des ménages, la bulle immobilière, le prix du pétrole... Mais il y a une chose dont presque personne ne doutait, c'est de la solidité et de la santé du système financier américain.

Une des innovations majeures qui lui valait encore, il y a quelques mois, sa réputation de robustesse et son

insolente prospérité, c'est la titrisation (voir encadré ci-dessous). Cette technique de transfert des risques semblait ne présenter que des avantages. Elle était censée, tout d'abord, réduire la vulnérabilité du système. Les risques de défaut de paiement sont en effet répartis entre une multitude d'investisseurs, plutôt que concentrés dans le bilan des banques. Elle ouvrait, ensuite, toute une palette de nouveaux placements aux investisseurs, offrant des caractéristiques de rendement et de risque infiniment diversifiées. Pour les banques, enfin, la titrisation présentait aussi l'avantage de leur faire

économiser du capital, puisqu'elles n'avaient plus besoin d'immobiliser des réserves comme les règles prudentielles (\*) le leur imposent lorsqu'elles conservent ces crédits dans leur bilan. Grâce à quoi, elles pouvaient accorder de nouveaux crédits, destinés à être à leur tour titrisés.

Bref, chacun y trouvait son compte. Aussi, le marché des créances titrisées a-t-il grossi dans des proportions considérables, avec un encours qui doublait pratiquement tous les cinq ans, jusqu'à atteindre 11 000 milliards de dollars aux Etats-Unis en 2006.

## Imprudences

Entre 2004 et 2006, l'activité de titrisation la plus dynamique était celle portant sur les crédits immobiliers *subprime* (\*) destinés à une clientèle de ménages modestes aux revenus faibles ou aléatoires. Pendant cette période, la distribution de ce type de crédits a explosé. En 2006, elle représentait 40 % des nouveaux crédits hypothécaires.

Quand la clientèle plus classique des ménages ayant accès au crédit *prime* a commencé à se tarir, les prêteurs ont alors courtisé une clientèle moins solvable – élégamment qualifiée de « ninja » (*no-income, no-job, no-asset*, « pas de revenu, pas de travail, pas de patrimoine »). Avec des pratiques que la plus élémentaire réglementation de protection du consommateur aurait dû bannir. Exemple : pendant les deux premières années, l'emprunteur non seulement ne rembourse pas son capital, mais continue de s'endetter. Mais au bout de deux ans, la charge de sa dette explose. Mais les ménages, pour lesquels ces prêts constituaient une chance unique d'accéder à la propriété, pouvaient toujours espérer avoir d'ici là revendu plus cher leur logement ou renégocié leur prêt.

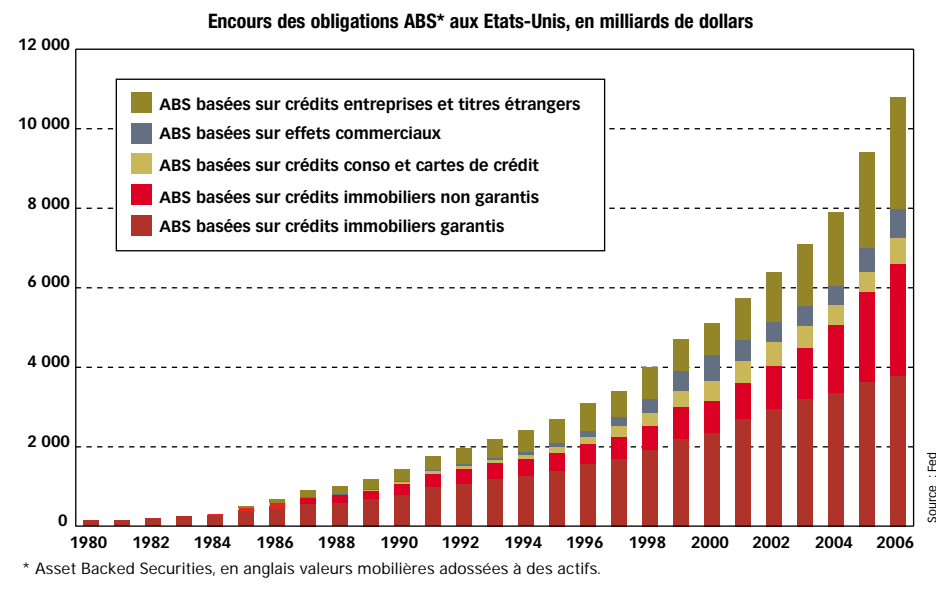
Les intermédiaires entre l'emprunteur et l'investisseur final avaient surtout intérêt à « faire du chiffre ». C'est évi-

## L'explosion de la titrisation

**La logique de la titrisation est de transformer une créance bancaire en un titre pouvant faire l'objet de transactions.** Par exemple une banque accorde des prêts immobiliers. Au lieu de conserver ce crédit à son bilan, elle le vend à un organisme financier qui, après avoir formé un pool de crédits, émet en contrepartie des titres de dettes qui seront vendus à des investisseurs (d'autres banques, des assureurs, des fonds de pension, de grandes entreprises, des hedge funds...).

Née dans les années 70, cette technique

s'étend à une vaste gamme de créances dans les années 80. Tous les types de crédits peuvent être titrisés : les prêts hypothécaires, les prêts aux entreprises, les prêts pour financer des fusions-acquisitions ou des LBO, les prêts à la consommation, les découverts de cartes de crédit, etc. Tous ces titres forment la grande famille des ABS (*Asset Backed Securities*, en français « valeurs mobilières adossées à des actifs »). Dans le cas particulier des crédits hypothécaires, on parle de MBS (*Mortgage Backed Securities*). ▀





Serge Attali

demment vrai des courtiers immobiliers, payés à la commission sur le volume de prêts placés, mais aussi des banques, que la titrisation a transformées en courtiers des marchés financiers. Leur métier ne consiste plus tant à accorder des crédits et à en porter les risques, qu'à en organiser la conversion en titres

### En offrant la possibilité de transférer le risque, la titrisation conduit les prêteurs à le négliger

négociables et à les vendre. Ce modèle dit « d'octroi et cession de crédits » (*originate and distribute*) les rapproche de celui des banques d'investissement qui se rémunèrent, non pas avec les intérêts payés par les emprunteurs, mais avec les commissions liées à la fabrication de produits complexes adaptés aux besoins des investisseurs.

En offrant la possibilité de transférer le risque, la titrisation conduit les prêteurs à le négliger. Les banques et autres organismes de crédit hypothécaire n'avaient en effet pas de raison d'être très regardants sur les capacités de remboursement des emprunteurs puisqu'ils allaient se débarrasser des créances accordées et des risques qui leur étaient associés. La preuve de cette négligence, c'est que la distribution de prêts *subprime* continuait de plus belle alors même que le taux de défaut sur ce type de prêts commençait à augmenter. Les prêteurs n'auraient jamais distribué une telle quantité de crédits à des ménages aussi fragiles dépourvus de garanties s'ils avaient dû les garder dans leur bilan !

#### Boîte noire

Encore fallait-il trouver des investisseurs prêts à racheter ces paquets de crédits pourris. C'est là qu'interviennent les grands alchimistes du risque, capables de transformer du

**Devant Wall Street.** Le système financier américain se croyait d'une solidité à toute épreuve.

plomb en or. Les banques d'investissement ont créé des sociétés spécifiques, les SPV (Special Purpose Vehicles), boîte noire où s'élabore la titrisation de produits plus ou moins complexes. A l'entrée, les « véhicules » en question achètent des actifs comme des crédits immobiliers ou bien encore des créances diverses (crédits hypothécaires, à la consommation, aux

\* **Subprime** : ce terme, désormais indissolublement lié à la crise financière, signifie littéralement « en dessous du premier choix ». Il désigne les prêts consentis à des ménages modestes qui ne présentent pas assez de garanties pour accéder à un prêt normal, dit « prime », soit parce que leurs revenus sont faibles ou aléatoires, soit parce qu'ils ont déjà eu des difficultés financières par le passé. Alors que les prêts *prime* sont très standardisés (le plus souvent à taux fixe sur trente ans), les prêts

*subprime* sont non conventionnels (taux variable, remboursement différé les premières années, etc).

\* **Réglementation prudentielle** : obligations qui visent à limiter les risques pris par les banques. Les règles dites de Bale II (c'est dans cette ville qu'est installée la Banque des règlements internationaux) imposent aux banques commerciales un ratio de 8 % de fonds propres par rapport à leur encours de crédit, pondérés selon le niveau de risque.



Piotr Malecki - Penas/Rea

**Saisie immobilière à Manassas (Virginie).** Pris à la gorge par la hausse de leurs remboursements, les emprunteurs *subprime* sont nombreux à avoir perdu leur maison.

➤ entreprises...), des titres représentatifs de créances mais aussi des produits dérivés. A la sortie, ils vendent des produits dits structurés, c'est-à-dire découpés en différentes tranches présentant des rémunérations et des risques différents, tels les CDO (*Collateralised Debt Obligations*, obligations adossées à des actifs). Et au

cœur de la boîte noire, des modèles mathématiques si complexes que seuls leurs artisans pouvaient les comprendre – et encore !

Virtuosité mal maîtrisée ou dissimulation délibérée des risques ? Rétrospectivement, on s'aperçoit combien les erreurs commises sont grossières. La première a été d'évaluer les risques de défaut sur la base de probabilités passées avec des historiques relativement courts, souvent d'une quinzaine d'années seulement. Or, entre 1991 et le troisième trimestre 2007,

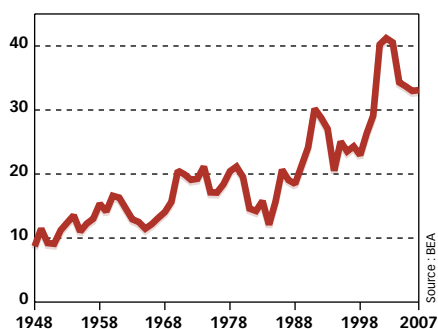
l'indice du prix des maisons aux Etats-Unis a augmenté tous les trimestres. Tout le monde a cru, ou a feint de croire, que cela continuerait éternellement.

D'où l'autre erreur des modèles : traiter les défauts comme des risques indépendants. Autrement dit sans liens entre eux : si quelques ménages de Denver ne remboursent pas, les autres continueront de payer. Personne ne semble avoir perçu qu'en cas de ralentissement économique prononcé et de baisse des prix immobiliers, les défauts ne pouvaient que se multiplier aux quatre coins du pays, puisque les crédits étaient gagés sur une hypothétique valorisation continue du patrimoine (1).

Personne n'a tiqué, pas même les agences de notation censées évaluer la qualité de ces produits. Car pour pouvoir vendre des titres aussi complexes à une vaste gamme d'investisseurs, les banques avaient en effet besoin du sceau des agences. Celles-ci ne se sont pas faites prier pour participer au *business* juteux de la titrisation. Mais habituées à juger de la solvabilité des entreprises, elles n'ont pas été très clairvoyantes dans l'évaluation de ces produits financiers

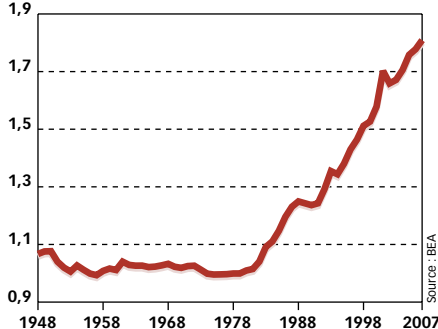
### LA PART DU LION

Part des profits du secteur financier dans l'ensemble des profits aux Etats-Unis, en %



### LA FINANCE CREUSE L'ÉCART

Salaires moyens dans la finance et l'assurance, rapporté au salaire moyen du privé, en équivalent temps plein, aux Etats-Unis



complexes. Aussi ont-elles accordé aux tranches supérieures de CDO adossés à des crédits *subprime* des notes équivalentes à celles des placements sans risque. Il faut dire que leur position ne favorisait pas l'indépendance d'esprit : elles étaient à la fois juges et parties, conseil lors du montage des produits et experts indépendants dans la notation. Et dans les deux cas, payées par les banques émettrices elles-mêmes.

Ainsi parés de la respectabilité de la note maximale (AAA), les créances titrisées ont pu être vendues à toutes sortes d'investisseurs institutionnels, pour lesquels elles avaient l'attrait de placements sûrs, aux performances quelque peu dopées grâce à l'inventivité des banquiers. Les *subprime* n'étaient autres que le piment permettant de relever un peu le plat...

### Un système bancaire parallèle

Mais les banques ont aussi créé elles-mêmes leur propre clientèle. Elles ont en effet secrété des sociétés, les Special Investment Vehicles (SIV), qui ont massivement acheté des créances titrisées. Ces structures hors bilan présentaient l'avantage de n'être pas liées par les obligations de fonds propres imposées aux banques et de n'être soumises à aucun contrôle. Elles ont ainsi pu s'endetter massivement, en émettant des papiers à court terme sur les marchés, pour acheter des produits complexes plus rémunérateurs, empochant au passage la différence de taux d'intérêt. Tout comme les banques, ces entités prêtent à long terme en empruntant à court terme. Mais contrairement aux banques, elles ne sont soumises à aucun contrôle ni aucune contrainte réglementaire.

La titrisation a ainsi favorisé l'essor d'un système bancaire parallèle ou fantôme, constitué des banques d'investissement (soumises à un contrôle beaucoup moins strict que les banques commerciales), des SIV et autres *hedge funds* (fonds spéculatifs), eux aussi gros acheteurs de créances titrisées. C'est là que s'est massivement recyclée la dette *subprime*. Ne mobilisant que très peu de capital, ces structures ont massivement fait jouer l'effet de levier (voir encadré ci-contre). Les banques d'investissement, par exemple, avaient des effets de levier gigantesques, avec des engagements représentant 30 à 50 fois leurs fonds propres. Elles ont

donc bénéficié d'une rentabilité nettement plus élevée que les activités bancaires réglementées. Mais en prenant aussi beaucoup plus de risques : disposant de peu ou pas du tout de fonds propres, elles peuvent être rapidement balayées en cas de désaf-

## Le mode de rémunération des traders fonctionne comme un véritable pousse-au-crime

fection des prêteurs ou d'augmentation des pertes.

Ce qui est arrivé le jour où les défauts des emprunteurs *subprime* ont commencé à prendre des proportions inquiétantes. Pris à la gorge par la hausse de leurs remboursements, coincés par la baisse de la valeur de leur logement (qui ne leur permettait pas de vendre pour rembourser le prêt), ils ont été de plus en plus nombreux à ne plus rembourser leur prêt et à voir leur maison saisie. D'où une baisse des prix, qui a mécaniquement fait croire les défauts et entraîné la chute des titres adossés à des crédits *subprime*. Faisant vaciller tout ce système bancaire parallèle, gorgé de produits titrisés et fragilisé par un énorme effet de levier. D'où la faillite de deux fonds de la banque d'affaires Bear Stearns en juin 2007, qui a donné le vrai coup d'envoi de la crise.

A partir de là, le piège se referme sur les banques et l'enchaînement fatal commence. Les risques dont elles croyaient s'être débarrassées grâce à la titrisation, leur reviennent au centuple, sous une autre forme.

Car elles sont liées à ce système bancaire fantôme par une multitude de liens, de contrats, d'engagements. Elles doivent ainsi faire face aux difficultés des SIV qui, bien que placés en dehors de leur bilan, leur sont étroitement liés. Quand les titres émis par les SIV pour se financer ne trouvent plus preneurs, ceux-ci se retournent, acculés, vers leurs banques « sponsor », lesquelles doivent reprendre dans leur bilan les actifs douteux des véhicules et provisionner les moins-values latentes. Dououreux processus de « réintermédiation » puisqu'il impose aux banques d'augmenter leurs capitaux propres au moment même où ceux-ci sont amputés par des pertes croissantes.

### Effet dominos

La méfiance se généralise alors, au point que les banques cessent de se faire crédit entre elles. Face au blocage du marché interbancaire aux Etats-Unis et en Europe, les banques centrales interviennent massivement pour fournir du *cash* aux banques en manque de liquidités. Une première fois, le 9 août 2007. Beaucoup d'autres interventions suivront, avec, à chaque

(1) Même aveuglement du côté des rehausseurs de crédits (les compagnies d'assurance garantissant les titres assis sur ces prêts). Le principe de l'assurance consiste à assurer un risque certain, mais qui se réalisera selon une probabilité connue : accidents, incendies, vols... A l'inverse, dans ce cas, c'est le modèle catastrophe naturelle qui s'est appliqué : rien d'étonnant alors que l'Etat soit requis pour jouer le rôle d'assureur en dernier ressort.

### \* Government Sponsored Enterprise (GSE) :

le plus gros de la titrisation des emprunts hypothécaires est effectué par deux organismes financiers, Fannie Mae et Freddie Mac, créés par le gouvernement américain, mais dotées – jusqu'en septembre dernier – d'un

actionnariat privé et cotées en Bourse. Ces deux agences ont fait du marché des titres hypothécaires américain le plus gros marché obligataire du monde, devant celui des bons du Trésor. Les agences titrisent traditionnellement les crédits prime, peu risqués.

## Le miracle de l'effet de levier

L'effet de levier est le nom donné au mécanisme qui permet à un opérateur (banque d'investissement ou autre) de dégager des rentabilités très élevées à partir d'un capital de départ limité. La méthode : mobiliser non seulement son propre argent mais aussi des sommes empruntées pour se lancer dans des opérations risquées à la rentabilité bien supérieure au taux d'intérêt exigé par les prêteurs.

Prenons l'exemple d'un investisseur qui dispose d'un capital de 2 millions d'euros. Il emprunte 8 millions d'euros au taux de 5 %.

Avec les 10 millions ainsi réunis, il se lance dans une opération risquée, mais qui lui rapporte 10 %, soit un million. Une fois payés les intérêts de 0,4 million, il lui reste 0,6 million, à rapporter à son capital de départ, deux millions, ce qui fait une rentabilité sur capitaux propres de 30 %.

Evidemment, quand le risque se concrétise, non seulement la rentabilité n'est pas au rendez-vous, mais vous pouvez ne plus être à même de rembourser vos emprunts. Il est alors urgent de fermer boutique... ■ **Ph. F.**

fois, un répit temporaire. Puis les banques commencent à révéler leurs pertes. Un à un, les géants de Wall Street avouent qu'ils se sont fait prendre au piège des *subprime*.

On découvre en même temps que les banques européennes sont, elles aussi, très impliquées. Des PDG démissionnent ou sont remerciés. Mais plutôt que de se jeter par la fenêtre comme en 1929, ils sautent en parachutes dorés : Charles Prince, PDG de Citigroup, part avec

105 millions de dollars ; Stanley O'Neal, PDG de Merrill Lynch, fait mieux : 161 millions de dollars.

En septembre 2007, première nationalisation : la banque Northern Rock, spécialisée dans l'immobilier, est sauvée par le gouvernement britannique. On ne sait pas encore que beaucoup d'autres vont suivre.

Avec la quasi-faillite de Bear Stearns en mars 2008 (tout juste évitée par son rachat par JP Morgan, téléguidé par

le Trésor américain), la crise change de nature. La fragilité des banques d'investissement, qui fonctionnent avec un capital très réduit, éclate au grand jour. Mais nul n'imagine, à ce stade, que six mois plus tard, il n'y aura simplement plus de banque d'investissement aux Etats-Unis.

Juillet 2008 : le cœur du système financier américain vacille à son tour avec les deux mastodontes de la titrisation hypothécaire, les GSE (\*), Fannie Mae et Freddie Mac, qui sont finalement nationalisées en septembre. La faillite de Lehman Brother, en septembre, ouvre un nouvel acte de la crise, celui que les Etats sont en train d'écrire (voir page 58).

### A qui la faute ?

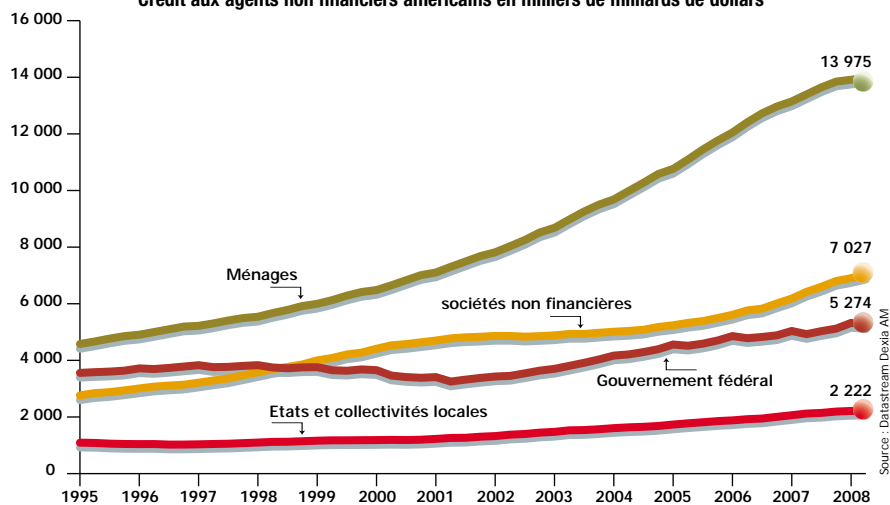
Devant la facture exorbitante des plans de sauvetage, devant la crise économique qui s'annonce, comment ne pas se demander qui est responsable de ce naufrage ? Les courtiers malhonnêtes ? Les banquiers négligents ? Les *traders* cupides ? Certes, tous ceux-là. D'autant que leur mode de rémunération fonctionne comme un véritable pousse-au-crime. Du courtier immobilier au *trader* de banque d'affaires, tous les intermédiaires sont rémunérés en fonction directe de ce qu'ils rapportent à la banque, sans aucune considération des risques qu'ils lui font courir.

Mais la responsabilité des autorités publiques est aussi en cause. Il est certain que l'endettement effréné des institutions financières n'aurait pas été possible s'il n'avait été nourri en amont par une offre abondante de crédit bon marché. Les choix de politique monétaire aux Etats-Unis, en particulier ceux d'Alan Greenspan, son président de 1987 à 2006, font débat (voir page 70). En revanche, on peut au moins parler d'une passivité coupable, voire d'une complicité, dans l'attitude des autorités de surveillance américaines, qui ont laissé un énorme pan de la finance sans contrainte de capital ni contrôle. On se souvient d'ailleurs de la fin de non-recevoir opposée aux propositions européennes de régulation des *hedge funds* pendant la présidence allemande de l'Union européenne. Mais la croyance en l'auto-régulation des marchés et en l'auto-contrôle des institutions financières n'est aujourd'hui plus tenable. ■

Sandra Moatti

## LA VIE À CRÉDIT DES MÉNAGES AMÉRICAINS

Crédit aux agents non financiers américains en milliers de milliards de dollars

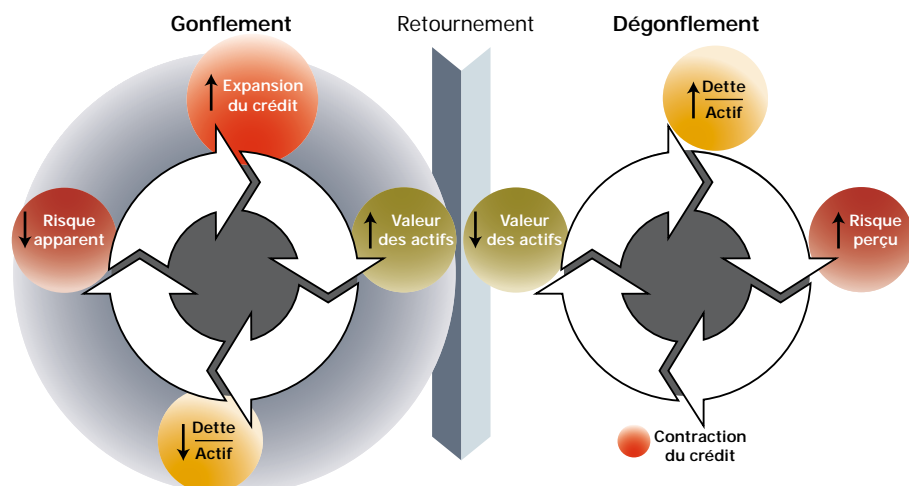


Source : Datastream, Dexia AM

## La mécanique des bulles

La finance est intrinsèquement instable, surtout dans un régime de finance de marché. Dans la phase ascendante du cycle financier, l'expansion du crédit stimule la hausse des prix d'actifs. En vertu du principe comptable d'évaluation des actifs à leur prix de marché (fair

value), ceux-ci augmentent plus vite que la dette, ce qui autorise à accroître l'effet de levier et stimule encore un peu plus le crédit. Jusqu'à ce que ce processus cumulatif s'inverse et conduise à une contraction du crédit dans la phase décroissante du cycle. ■



L'entrée en scène des politiques pour enrayer la déroute financière a suivi leur prise de conscience progressive de la gravité de la situation. Retour sur les moments forts d'une panique mondiale.

# Comment les Etats ont sauvé le capitalisme



Spencer Platt - Getty Images

**Manifestation contre le plan Paulson, le 25 septembre à New York.**

Le secrétaire au Trésor américain a dû faire face à une forte hostilité, menée notamment par les idéologues libéraux.

Réserve fédérale américaine, commence à baisser les taux d'intérêt, avant d'ouvrir de plus en plus grand, au fil des mois, les vannes à liquidités pour les banques. Des interventions qui tranchent avec la gestion au coup par coup de Henry Paulson, le secrétaire au Trésor américain, et l'immobilisme des leaders européens, qui ne réagiront que lorsque la panique sera là.

L'idéologie libérale ambiante, hostile à l'intervention de l'Etat dans la finance, y a sa part. Mais demander à des dirigeants politiques de prendre des mesures très fortes d'intervention en anticipant des événements extrêmes qui ne se sont pas encore produits est impossible. D'autant plus que face à la complexité et à l'opacité d'une finance devenue incompréhensible, y compris aux yeux de ses meilleurs experts, dont aucun n'avait prévu l'évolution vers la panique des dernières semaines, la définition des politiques adéquates n'avait rien d'évident. Faute d'un encadrement serré des marchés financiers, on ne pouvait qu'espérer que les politiques soient à la hauteur des événements qu'ils subissent. L'ont-ils été ? Pour en juger, il faut revenir à la mi-septembre, quand la crise commence à dérapier.

## La faillite de Lehman Brothers

De fait, tout s'est joué le week-end des 13 et 14 septembre dernier aux Etats-Unis. Paulson et Bernanke constatent le vendredi 12 que deux banques d'affaires, Merrill Lynch et

**A**près le déclenchement de la crise financière en août 2007, on imaginait que le système bancaire mondial, pris la main dans le sac de ses excès, allait traverser quelques années de vaches maigres après avoir bien vécu. Une cure sans conséquences majeures sur l'activité. Mais dans un deuxième temps, de la faillite de la banque d'affaires Bear Stearns en mars 2008 à la renationalisation des agences de garanties publiques immobilières Fanny Mae et Freddy Mac début septembre, on s'est aperçu que les montants de paris très risqués pris par de nombreux établissements financiers étaient bien supérieurs à ce que l'on imaginait au départ. On estimait pourtant encore que le risque demeurerait cantonné à quelques établissements.

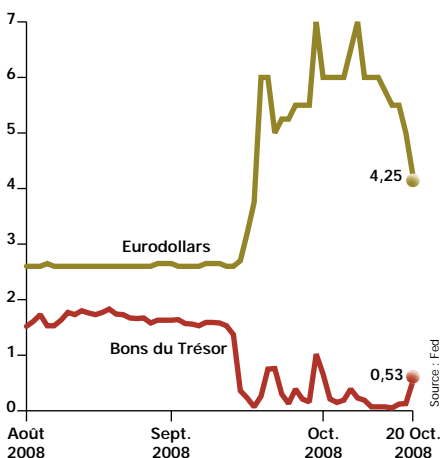
La mi-septembre 2008 marque l'entrée dans une troisième phase, celle

d'une panique boursière et d'une paralysie des marchés financiers associées à la faillite de la banque Lehman Brothers. Le temps de la gestion au coup par coup de la crise a alors pris fin. Dans une frénésie d'interventions publiques, ministères des Finances et banquiers centraux ont fait feu de tout bois pour empêcher le système bancaire mondial de s'effondrer, et avec lui l'ensemble de l'économie. Il leur a fallu un mois pour stabiliser la situation. Et sans être sûrs que quelques braises susceptibles de remettre le feu ne couvent pas encore sous la cendre, malgré les milliers de milliards de dollars et d'euros mis sur la table.

Rétrospectivement, les banques centrales, plus proches des marchés financiers, semblent avoir pris plus rapidement la mesure de la crise que les politiques. Dès le 18 septembre 2007, Ben Bernanke, le gouverneur de la

## LES BANQUES PANIQUÉES

Taux d'intérêt à un mois sur le marché des eurodollars et taux des bons du Trésor américains à un mois, en %



Craignant que les autres banques ne puissent les rembourser, les banques qui disposent de liquidités exigent des taux d'intérêt extrêmement élevés, en fait dissuasifs. La tension semble s'apaiser en fin de période, mais elle reste encore présente durant la semaine du 20 octobre. Dans le même temps, les investisseurs se ruent sur les actifs sans risque, comme les bons du Trésor, dont le taux tombe pratiquement à zéro.

↳ Lehman Brothers, sont au bord de la faillite. Ils passent les deux jours suivants à échauffer une solution : Bank of America est intéressée à racheter Merrill et la britannique Barclays par Lehman. Le premier *deal* débouche, mais la Barclays est considérée comme trop gourmande, réclamant notamment une garantie publique de l'Etat américain sur la valeur des actifs qu'elle achète. Ce qui lui est refusé. Lehman n'a pas de repreneur.

Paulson prend alors la décision de laisser la banque faire faillite. Trois raisons le poussent en ce sens. Ancien dirigeant de la banque d'affaires Goldman Sachs et proche du parti républicain, il n'est pas un chaud partisan de l'intervention directe de l'Etat dans la finance. La perspective de devoir nationaliser Lehman ne l'enchantait pas. Il se dit par ailleurs que la faillite d'un établissement aura des vertus à long terme en montrant que si l'Etat est prêt à intervenir pour gérer les crises, certains acteurs peuvent y laisser leur peau. Une façon de minimiser « l'aléa moral », c'est-à-dire le fait que, assurés d'être de toute façon sauvés par la puissance publique, les banquiers n'hésitent pas à prendre les risques les plus inconsidérés. Enfin, il pense qu'après l'effondrement de

Bear Stearns en mars et son rachat par JP Morgan, les marchés ont eu le temps d'intégrer et de se préparer à la disparition d'une autre banque, même de la taille de Lehman et ses 630 milliards de dollars d'actifs. Les grands patrons de la finance américaine présents dans son bureau le confortent dans cette idée.

Paulson et Bernanke ont tout de même deux craintes. Ils ont constaté qu'au moment des problèmes de Bear Stearns, en mars, le marché des « repos » (*repurchase agreements*), là où les banques d'affaires gèrent leurs liquidités par des emprunts et des prêts de court et de très court terme, s'était coincé, les banques refusant de se prêter les unes aux autres. Pour éviter que cela ne se reproduise, la Fed va annoncer qu'elle permet aux banques d'affaires de lui apporter une gamme assez large de titres financiers en contrepartie desquels elle leur prêtera de l'argent. De plus, Paulson réclame et obtient des établissements financiers privés l'annonce de la création d'un fonds privé commun doté de 70 milliards de dollars et ouverts aux établissements en difficulté.

Paulson et Bernanke savent également que des compagnies d'assurances, des *hedge funds* (fonds spéculatifs) et d'autres établissements financiers ont

## La faillite de Lehman va entraîner une série de réactions en chaîne amenant la finance mondiale dans un état de panique totale

vendu un nombre important de « CDS » sur les obligations émises par Lehman, c'est-à-dire des assurances où ils promettent à ceux qui les souscrivent de les rembourser si la banque d'affaires était amenée à ne plus pouvoir payer ses dettes. Ce qui va se produire avec la faillite. Avec, en plus, cette particularité du marché des CDS qui fait que l'on peut acheter une protection contre le non-remboursement d'une obligation... sans que l'on détienne cette obligation. C'est ainsi que si la dette obligataire de Lehman est évaluée à environ 155 milliards de dollars, le montant des contrats de CDS sur cette dette atteint alors 400 milliards de

dollars. Le marché des CDS étant opaque, ils ne peuvent savoir qui sera vraiment touché. Les suites de la faillite ne sont donc pas complètement maîtrisées. Mais ils décident de tenter le coup.

### Dégringolade

Enorme erreur. La faillite de Lehman va entraîner une série de réactions en chaîne amenant la finance mondiale dans un état de panique totale. Au moment des difficultés de Bear Stearns en mars, les actionnaires avaient perdu leur investissement, mais les détenteurs d'obligations émises par la banque avaient été remboursés. Pas pour Lehman. Du coup, les vendeurs de CDS sont dépassés par les événements et l'un des premiers d'entre eux, l'assureur AIG, fait faillite à son tour. Les *hedge funds* se mettent à vendre les actions des banques d'affaires, craignant qu'une autre ne passe à la trappe, alimentant une forte baisse des cours boursiers. Et ils se mettent à parier en même temps sur la faillite à court terme des banques, entretenant un mouvement de baisse inexorable des cours. Les deux grandes banques d'affaires indépendantes restantes, Goldman Sachs et Morgan Stanley, sont fortement attaquées et voient fondre leurs cours de Bourse. Si elles devaient y passer elles aussi, les cibles suivantes seraient les banques commerciales. Et là, c'est l'ensemble du système de distribution américain, et donc mondial, du crédit qui risquait de s'effondrer.

D'autant plus que, dans le même temps, le marché interbancaire, celui où les banques se prêtent de l'argent entre elles, part en vrille. Le taux d'intérêt des prêts au jour le jour passe de 1 % le 15 septembre à 6,4 % le 16, avant de rebaisser ensuite et de connaître un nouveau pic le 30 septembre à 6,9 % : 6,9 % d'intérêt par jour ! Et même à ce taux-là, les banques ont tellement peur de la situation de leurs consœurs qu'elles refusent de prêter.

Mais ce n'est pas fini. Les fonds de placement à court terme, l'équivalent de nos Sicav, qui avaient acheté de la dette à court terme de Lehman en pensant tenir un placement sûr, se retrouvent avec une bonne partie de leurs actifs qui ne valent plus rien. L'un d'entre eux, le Reserve Primary Fund, passe à la trappe. Le marché du

financement à trois mois s'écroule, touchant aussi bien les banques que les multinationales, y compris celles en situation solide qui ont l'habitude d'y recourir pour financer leurs affaires courantes.

Enfin, l'Europe est touchée à son tour, par le Royaume-Uni. Le 17 septembre, la banque immobilière HBOS fait faillite et passe dans les mains de sa concurrente, Lloyds TSB. Ouvrant

une ère où les règles anticoncentration sont mises de côté dans nombre de pays européens. Et tout ça du fait d'une seule faillite !

#### L'échec de la reprise en main

Les banques se retrouvent alors prises dans un double piège. Une crise de liquidité, c'est-à-dire une incapacité à trouver des financements de court et moyen terme pour assu-

rer leurs affaires au jour le jour. Et une crise de capital, c'est-à-dire une incapacité à trouver des investisseurs prêts à leur faire confiance, alors même que la dépréciation de la valeur de leurs actifs entraîne des pertes qui mangent leur capital, en même temps que la chute des cours de Bourse fait fondre la valeur de ce capital. Ce qui met en péril l'existence même des banques.



## Comment fonctionnent les plans de sauvetage ? L'exemple français

En France, le gouvernement a créé deux nouvelles agences publiques pour gérer la crise. La première est la Société de prise de participation de l'Etat (SPPE). Elle est chargée d'aider à la recapitalisation des banques françaises dans la limite de 40 milliards d'euros. Pour cela, elle emprunte de l'argent sur les marchés financiers internationaux et s'en sert pour prendre des participations au capital des banques françaises.

A l'origine réticentes à mobiliser cette aide, par crainte de passer pour affaiblies, le Crédit agricole, BNP-Paribas, la Société générale, le Crédit mutuel-CIC, la Caisse d'épargne et les Banques populaires ont finalement reçu 10,5 milliards d'euros de la part de la SPPE le 20 octobre dernier. Face à l'arrivée massive de l'argent public dans les grandes banques étrangères (185 milliards d'euros aux Etats-Unis, dont la moitié pour les neuf plus grandes banques et l'autre pour des milliers de banques locales ; 46 milliards au Royaume-Uni pour trois grosses banques ; 10 milliards aux Pays-Bas pour un seul établissement...), les banques françaises apparaissaient de plus en plus sous-capitalisées par rapport à leurs concurrentes aux yeux des investisseurs.

Cet apport public prend la forme d'obligations émises par les banques et souscrites par la SPPE à un taux de l'ordre de 8 %, les intérêts rentrant dans les poches de l'Etat qui emprunte, lui, à environ 4 %, soit un gain net pour le Budget.

Cette augmentation de capital est censée permettre aux banques de renforcer leurs ressources afin de les inciter à distribuer des crédits. En août dernier, le crédit aux entreprises françaises progressait encore de 10,2 % en rythme annuel et de 8,9 % pour les ménages. Mais le gouvernement craint que cette croissance n'ait été broyée par la panique de septembre et de début octobre. Afin de s'assurer que les banques continueront à financer l'économie, le gouvernement leur demande d'utiliser le capital reçu pour continuer à faire progresser les crédits aux entreprises, aux ménages et aux collectivités locales sur un rythme de 3 % à 4 %. La nouvelle norme exigée par les marchés internationaux semblant être que les banques doivent détenir en capital au moins 10 % des crédits accordés, les 10,5 milliards reçus pourraient permettre aux banques françaises d'accorder environ 100 milliards de crédits, soit un peu plus de 5,5 % de l'encours de crédit à fin août. Un montant important.



Paul Baron/Corbis

La seconde institution créée par le gouvernement et baptisée Société de refinancement, est détenue à 66 % par les banques et à 34 % par l'Etat. Opérationnelle depuis le 17 octobre, elle emprunte également avec la garantie de l'Etat sur les marchés internationaux pour assurer les besoins de financement à court-moyen terme des banques, dans une limite de 320 milliards d'euros. Celles-ci apporteront, comme à une banque centrale, des titres financiers de bonne qualité comme garanties (crédits à la consommation, crédits aux collectivités locales...), en échange de prêts (avec intérêts) de la Société de refinancement. L'objectif est d'assurer aux banques, si le marché interbancaire

**Pour soutenir les banques françaises,** le gouvernement a créé deux institutions publiques, l'une chargée d'aider à leur recapitalisation, l'autre pour assurer leurs besoins de financement.

ne redémarre pas assez vite, une source de refinancement des crédits qu'elles peuvent être amenées à accorder.

Reste désormais à savoir si, après toutes ces mesures pour soutenir l'offre des crédits, ceux-ci ne seront pas bloqués par un manque de demande. Car avec le ralentissement de la croissance et la montée du chômage, les ménages et les entreprises risquent de ne pas vouloir prendre le risque d'emprunter pour investir... ■

Le 18 septembre, sentant que le système financier mondial est en train de s'écrouler, Paulson prend une mesure drastique : il annonce que l'Etat américain met 700 milliards de dollars sur la table pour racheter les créances toxiques détenues par les banques. En vidant ainsi leurs poubelles, le gouvernement espère qu'elles n'auront plus besoin de courir après le capital et que les marchés boursiers se calmeront. Par ailleurs, les banques centrales se mettent à injecter des dollars et des euros par centaines de milliards pour aider les banques à se refinancer. De plus, la Fed et les autorités monétaires britanniques interdisent aux vendeurs de titres financiers de vendre dans deux heures ou dans deux jours des actions à un prix fixé maintenant, en jouant sur le fait que leur prix va baisser entre-temps et qu'au moment où l'on devra les acheter pour les livrer, on les vendra plus cher que ce qu'on les achète. Cette pratique courante des acteurs de marché est dorénavant qualifiée par les autorités de « *manipulation du marché* » !

La réaction des autorités publiques semble d'abord fonctionner. La Bourse se calme. Un peu. Les démocrates avancent des propositions substantielles pour améliorer le plan Paulson : que l'Etat puisse entrer au capital des banques, ce que Paulson répugnait à faire ; que la procédure d'aide des banques soit encadrée démocratiquement, alors que Paulson réclamait une immunité juridique totale et une absence de contrôle politique ; que les



Eric Fohlenberg/AFP

dirigeants des établissements aidés soient pénalisés par une réduction de leurs rémunérations... Alors qu'ils s'étaient excités sans limites pendant plusieurs jours, les opérateurs de marché vont patiemment attendre les dix longues journées de négociations entre les démocrates et Paulson, qui leur donne finalement gain de cause. Pendant ce temps-là, les dirigeants européens n'ont pas encore pris la mesure de l'intensité de la crise. Ils croient que l'Europe pourra être épargnée, avec un Nicolas Sarkozy qui veut qu'on lui livre les coupables...

Mais le 25 septembre, un coup de tonnerre éclate : le plan Paulson est rejeté par une majorité de représentants. Les idéologues libéraux dénoncent le « *socialisme financier* » du plan, joignant leurs voix aux pa-

**A l'Elysée, le 12 octobre**, les chefs d'Etat européens s'engagent sur une action massive et coordonnée inspirée du modèle anglais. Contraignant un Henry Paulson réticent à recapitaliser les banques américaines.

rementaires - républicains, mais aussi démocrates - qui redoutent de se voir sanctionnés, lors des élections de novembre, par des électeurs alors hostiles au sauvetage des banques. La perte d'autorité du président Bush sur son parti est telle qu'un certain nombre d'élus républicains qui ne se représentent pas ont également voté non.

Les réunions de crise s'enchaînent, dont une, homérique, à la Maison Blanche : John McCain, le candidat républicain à la présidence, y reste silencieux, visiblement dépassé, tandis que Barack Obama questionne sans cesse Paulson ; les parlementaires républicains partent en claquant la porte ; Hank Paulson met un genou à terre (!) devant Nancy Pelosi, la présidente démocrate de la Chambre des représentants, pour lui demander que les démocrates ne fassent pas capoter le plan. Et quand Pélosi lui répond que c'est son propre camp qui est en train de le plomber, Paulson répond la tête basse : « *Je sais, je sais...* ».

La double crise de liquidité et de capital explose de plus belle. Et les Bourses flanchent. L'Europe, cette fois, est sérieusement touchée. Le 28 septembre, les gouvernements belges, hollandais et luxembourgeois dépensent 11,2 milliards d'euros pour renflouer le capital de Fortis, dont on apprend qu'elle détient pour 10 mil-

## D'où vient l'argent ?

Les 3 000 milliards d'euros mis sur la table par les Etats ne représentent, pour une part importante, que des promesses. Seuls pour l'instant un peu plus de 10 % de cette somme ont été empruntés sur les marchés internationaux de capitaux, pour renforcer le capital des banques. Les investisseurs apportent l'épargne dont ils disposent en échange de titres d'Etat. Il n'y a donc pas de création d'argent nouveau, juste de l'épargne qui change de main. Quand les Etats ont décidé de garantir les prêts interbancaires que se font les banques, l'argent public ne sera dépensé que si l'une d'entre elle fait faillite dans les mois qui viennent.

Du côté des banques centrales, lorsqu'elles procèdent à des centaines de milliards d'injection de liquidités, cela signifie qu'elles prêtent aux banques à un jour, à plusieurs jours ou à

quelques semaines, en échange de titres que les banques leur confient en garantie. Ces dernières remboursent donc rapidement l'argent reçu, avant peut-être d'en emprunter de nouveau en cas de besoin. L'argent créé par les banques centrales ne l'est donc que de manière très temporaire.

Plus les banques disposent de ressources propres (leur capital et surtout leurs dépôts) et plus leurs engagements (les crédits et les paris qu'elles prennent sur les marchés) en sont proches en termes de montants, moins elles ont besoin de l'argent des banques centrales. C'est ainsi que la grosse banque britannique HSBC annonçait en pleine tourmente le 8 octobre dernier qu'elle avait prêté la veille à trois mois et six mois pour deux milliards et demi d'euros à ses consœurs. ■

liards d'actifs toxiques. Le 29, la banque allemande Hypo Real Estate survit grâce à une ligne de crédits de 35 milliards garantis par le gouvernement d'Angela Merkel.

Le cours de la banque Dexia dévisse à son tour, obligeant les gouvernements belges et français à monter un plan d'urgence pendant la nuit suivante, aboutissant à la nationalisation de la banque. Les établissements britanniques sont touchés et réclament également des fonds publics à leur gouvernement. Le 3 octobre, le plan Paulson est finalement voté. L'Europe tente de coordonner ses réponses, mais la réunion du 4 octobre organisée par l'Élysée entre les principaux dirigeants européens donne des résultats trop vagues pour calmer les marchés.

Le 8, alors qu'elles ne cessent d'abreuver les banques de liquidités depuis des semaines, les banques centrales des Etats-Unis, d'Europe, du Canada, de la Suède et de la Suisse baissent simultanément leur taux directeur d'un demi-point. Elles indiquent ainsi aux marchés que leur principale préoccupation, au-delà de la gestion à chaud de la crise, est désormais l'amplitude de la récession qui commence à s'installer aux Etats-Unis et en Europe. Ayant pris la mesure de la crise, elles leur montrent qu'elles sont capables d'agir de manière coordonnée, offrant ainsi un pilier solide sur lequel les marchés peuvent se reposer pour reprendre confiance. Ce sera, rétrospectivement, le premier pas d'une intervention massive des pouvoirs publics.

### Les Etats entrent vraiment en jeu

Le 9 octobre, Gordon Brown, le Premier Ministre britannique, met sur la table un plan de soutien au système bancaire anglais qu'il propose comme modèle d'intervention pour l'ensemble des pays. Il comporte trois dimensions.

D'abord, débloquer le marché interbancaire : puisque les banques ne veulent plus se prêter d'argent à court terme, les banques centrales doivent annoncer conjointement qu'elles fourniront des liquidités de manière illimitées. Certaines, comme la BCE, l'ont déjà fait. De plus, chaque gouvernement doit proposer à ses banques d'échanger les actifs illiquides – ceux dont personne ne veut – contre des bons du Trésor, sans risque.

Ensuite, débloquer les financements de moyen terme des banques : puisqu'elles ne veulent pas se prêter d'argent à cet horizon et que les entreprises commencent également à souffrir de la situation, les Etats doivent garantir les émissions d'obligations à horizon de quelques mois à trois ans. Si la banque ou l'entreprise fait défaut, c'est l'Etat qui remboursera la dette ainsi contractée. La Fed avait pris les devants en annonçant quelques jours auparavant qu'elle était prête à acheter directement ces obligations si elles ne trouvaient pas preneurs : ce n'est plus seulement une banque centrale, mais une banque publique de financements à court terme !

Enfin, dernier volet, il faut recapitaliser les banques importantes et saines : les Etats doivent renflouer le capital des banques qui ne trouvent plus d'investisseurs. Une nationalisation partielle qui permet de redonner de l'oxygène au bilan des banques et leur donne des réserves à mettre en face de leurs actifs risqués.

L'idée d'un plan d'action coordonné commence à prendre forme alors que démarrent le 11 octobre les réunions de printemps du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale. Le moment est crucial. Car les marchés semblent proches le 10 octobre de ce que les *traders* appellent la « capitulation », quand les ventes d'actions et les chutes de cours ont été telles que tout ce qui est sur le marché devient une bonne affaire, pour autant qu'un minimum de confiance revienne. La chute brutale des marchés japonais et émergents durant les jours précédents a montré que les investisseurs américains et européens qui y avaient investi ont largement puisé dans leurs portefeuilles et pourraient être arrivés au point où ils ne veulent plus se desaisir de ce qui leur reste. Lorsqu'on touche à ce point, ceux qui veulent acheter sont plus nombreux que ceux qui veulent vendre, le marché peut repartir à la hausse.

Henry Paulson restant réticent à fournir du capital public aux banques, le communiqué du G7 du samedi 11 octobre ne convainc pas. Heureusement, le dimanche 12, l'Europe arrive à la rescousse. En réunion de crise à l'Élysée, les dirigeants européens s'engagent sur une action massive et coordonnée inspirée du menu anglais, chacun y

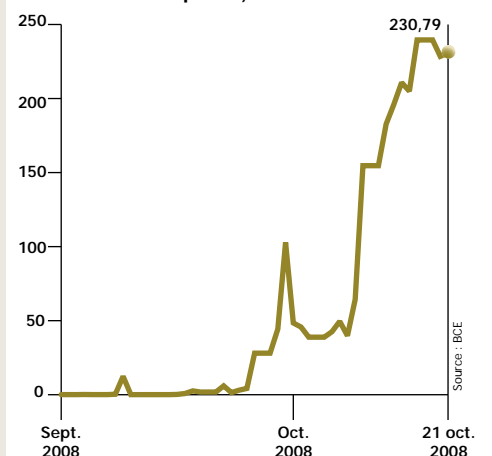
puisant pour mettre en avant ses propres priorités. Du coup, Paulson cède ; il annonce le 13 qu'il débloque 250 milliards de dollars pour recapitaliser les principales banques américaines. L'Arabie Saoudite, l'Australie, l'Inde, la Suisse, etc. annoncent également leur plan d'intervention. Au total, de l'ordre de 3 000 milliards d'euros sont mis sur la table pour sauver le système bancaire mondial.

Devant cette volonté de reprise en main de la finance, les Bourses se calment. Certes, les perspectives de croissance n'étant pas bonnes pour 2009, les cours ne sont pas flamboyants et la morosité restera de toute façon présente. Mais la panique paraît maîtrisée. Durant le restant du mois d'octobre, les différents plans nationaux se mettent en place. Les banques sont recapitalisées. Le marché interbancaire se remet doucement à fonctionner. Les banquiers, gestionnaires de fonds et autres financiers croisent les doigts en espérant que leur wagon ne basculera pas dans le grand 8. Les banquiers centraux et les ministres des Finances font pareil. Chacun attend la même confirmation : que le moment le plus chaud de la plus grande crise financière de l'histoire est bien passé. ■

Christian Chavagneux

## QUAND LES BANQUES NE SE FONT PLUS CONFIANCE

Dépôts au jour le jour des banques auprès de la Banque centrale européenne, en milliards de dollars



Pendant les semaines de blocage du marché interbancaire, les banques disposant de liquidités ont préféré les déposer à la Banque centrale européenne au taux de 3,25 % plutôt que de les prêter à d'autres banques, alors que, dans le même temps, ces dernières empruntaient à la BCE au taux de 5,25 % en début de période (et à 4,25 % depuis début octobre). Durant la semaine du 20 octobre, les dépôts auprès de la banque centrale restaient élevés.

Des marchés de produits dérivés au contrôle interne aux banques, en passant par les paradis fiscaux et les fonds spéculatifs, pas moins de dix chantiers sont ouverts pour tenter de réguler la finance.

# Les dix chantiers de la régulation financière

*« Il faut changer le fonctionnement du système, il faut changer les règles du jeu, il faut changer la régulation. »*

En pleine panique boursière, le directeur général du Fonds monétaire international (FMI), Dominique Strauss-Kahn, appelait début octobre à ne pas manquer l'étape suivante : remettre de l'ordre dans la finance. Celle-ci a pris une place démesurée dans le capitalisme contemporain : le secteur financier représentait 10 % des profits des entreprises américaines dans les années 70, contre 40 % en 2006. Et ses dérapages nous coûtent trop cher. L'objectif politique

prioritaire des mois qui viennent doit être de produire de nouvelles normes qui permettront sinon d'éviter, du moins de limiter considérablement la possibilité d'une nouvelle crise. Comme l'avouait sans fard le 17 octobre dernier Lord Turner, le patron de la Financial Services Authority (FSA), le régulateur financier britannique, « *pour le dire franchement, nous faisons de la supervision au rabais* » !

Ce sera un vrai combat que d'imposer de nouvelles lois aux financiers. Certains d'entre eux, relayés par de nombreux économistes, nous incitent

déjà, au nom de l'idée triviale selon laquelle l'économie a besoin des banques et des marchés financiers, à ne pas trop les contraindre. Et à se contenter de vagues appels à plus de transparence à des gens dont le métier est de gagner de l'argent sur la complexité et l'opacité ! A l'inverse, nationaliser l'ensemble du système bancaire mondial n'est pas non plus la panacée : souvenons-nous des errements du Crédit lyonnais.

Doit-on revenir sur la libre circulation des capitaux pour éviter la contagion internationale des crises ? La question est désormais posée par des économistes influents comme Dani Rodrik, qui considère que les inconvénients l'emportent sur les avantages. En attendant de voir comment évoluera le débat politique sur la question, l'économie de marché capitaliste ne peut fonctionner sans finance pour distribuer du crédit et soutenir l'investissement. Mais celle-ci doit être sérieusement encadrée, afin qu'elle serve la croissance et l'emploi.

Est-ce possible ? On peut d'ores et déjà constater que pas moins de dix chantiers de régulation sont ouverts. Quatre sont cruciaux : encadrer les banques pendant les périodes d'euphorie, renforcer leurs politiques de maîtrise des risques, encadrer les marchés de produits financiers sophistiqués et s'attaquer aux paradis fiscaux. Au-delà des aspects techniques, si ces chantiers se traduisent par des décisions politiques fortes, même sans un « nouveau Bretton Woods », la finance peut être maîtrisée.

**Bourse de São Paulo.** L'objectif politique prioritaire doit être de produire des normes qui permettront de limiter la possibilité d'une nouvelle crise.



Sauf décisions inattendues de la série de sommets internationaux censés se réunir à partir du 15 novembre, la plupart des négociations doivent trouver leur aboutissement lors d'une conférence du G7 en avril 2009. D'ici là, les batailles diplomatico-économiques vont faire rage pour définir les nouvelles tables de la loi financière. Une partie de l'avenir du capitalisme va se jouer dans les mois qui viennent. Tour d'horizon des piliers possibles d'une régulation de la finance.

## 1 MOINS DE CRÉDITS POUR LA SPÉCULATION

**Le problème.** Les crises financières importantes résultent de l'éclatement des bulles, dont la formation est nourrie par la distribution excessive de crédits par les banques. Par exemple, les banques offrent des financements qui permettent d'acheter des maisons ou des actions, ce qui pousse la demande et fait monter les prix. De quoi justifier l'obtention de nouveaux crédits, gagés sur la valeur croissante des maisons ou des actions, qui permettent d'acheter plus grand ou plus d'actions... Jusqu'au moment où le mouvement s'inverse et que la bulle éclate.

**Les propositions.** Pour éviter cela, il faut que les banques soient contraintes, lorsque tout va bien, à ne pas distribuer l'argent n'importe comment. Pour ce faire, il faut les toucher au portefeuille : en leur imposant des coûts supplémentaires quand leurs crédits prennent des proportions excessives dans tel ou tel secteur, dans tel ou tel pays ou vis-à-vis de tel ou tel type d'acteurs financiers (les *hedge funds*, par exemple). Une telle action préventive de politique monétaire est essentielle. Elle devrait être imposée par les autorités de supervision. Pendant les périodes d'euphorie, celles-ci demanderaient aux banques de mettre davantage de capital de côté, qui ne leur rapporte rien. Y compris si elles décident de se débarrasser ensuite de leurs crédits en utilisant différentes méthodes, comme la titrisation, pour les sortir de leur bilan. Ce sera l'un des piliers du futur contrôle des banques. Reste à fixer la barre des contraintes en capital à un niveau réellement dissuasif pour éviter la formation de bulles.

## 2 UN MEILLEUR CONTRÔLE DANS LES BANQUES

**Le problème.** De l'affaire Kerviel à la crise des *subprime*, en passant par les 600 millions d'euros perdus par la Caisse d'épargne le mois dernier, les banques ont montré que leurs dispositifs internes de contrôle des risques étaient insuffisants. Les modèles statistiques qu'elles utilisent prennent notamment très mal en compte les événements exceptionnels, précisément ceux dont il faudrait se protéger.

**Les propositions.** Est-ce à dire, comme l'affirme le chercheur Frédéric Lordon, que « *le contrôle des risques est une chimère* » et qu'il ne faut rien en attendre ? Non. La mesure des risques est autant affaire d'analyses qualitatives que quantitatives. En clair, les modèles statistiques utilisés par les banques, aussi sophistiqués soient-ils, ne remplaceront jamais le bon sens stratégique pour juger des limites acceptables de la prise de risque. Pour cela, les banques doivent payer leurs contrôleurs internes aussi bien que leurs *traders* (qui doivent eux-mêmes être moins payés, voir point 5) ; elles doivent disposer de systèmes d'information capables de leur fournir en quelques heures l'état de leur exposition totale aux risques pris, ce qui n'est pas le cas à présent ; elles doivent enfin en discuter au niveau du conseil d'administration. Un bon contrôle des risques est possible : de l'américaine Goldman Sachs à la française BNP Paribas, certains dirigeants de banques ont su dire non face à la pression de ceux qui leur demandaient de s'engager sur des produits financiers à haut rendement, mais dont ils maîtrisaient mal les risques.

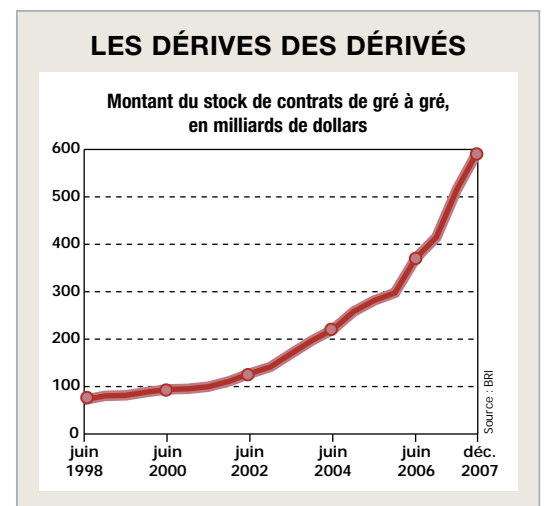
## 3 ENCADRER LES MARCHÉS DE PRODUITS DÉRIVÉS

**Le problème.** Les produits dérivés répondaient, à l'origine, au besoin des entreprises et des investisseurs de se protéger contre les variations des taux de change, des prix du pétrole, etc. Leur rôle a évolué à partir des années 90 : ils permettent aujourd'hui de « casser » les différents risques – risque de non-remboursement, risque de change, risque de variation des taux d'intérêt... – liés à n'importe quel

actif financier, pour faire de chaque risque un nouvel actif financier avec un prix, échangeable par les investisseurs sur un marché. C'est ainsi que les produits dérivés ont répandu les risques liés aux prêts *subprime* dans l'ensemble du système bancaire mondial. Ils ont également été impliqués dans de nombreuses crises ces dix dernières années, à commencer par la quasi-faillite du fonds LTCM en septembre 1998. A tel point que plus d'un mois après la faillite de Lehman Brothers, on ne sait toujours pas qui a perdu combien.

**Les propositions.** L'existence de marchés dits « de gré à gré », c'est-à-dire dont les conditions sont laissées à la libre négociation des investisseurs entre eux, pose problème dans la mesure où les transactions restent opaques, un opérateur peut prendre des risques très excessifs. Les Etats-Unis ont donc demandé que l'ensemble des transactions sur les produits dérivés passent par des marchés organisés, où les conditions d'échange respectent des règles qui assurent une plus grande sécurité.

Les transactions passent par une chambre de compensation, une sorte de notaire qui enregistre ce que chacun achète et vend et qui en établit tous les jours le solde. Il est alors demandé à ceux dont la position est débitrice de laisser à la chambre une garantie pour montrer qu'ils ont de quoi payer. Cela permet, d'une part, de connaître les risques pris par chaque opérateur et, d'autre part, de s'assurer que celui-ci est solvable. La chambre de compensation Eurex avait ainsi vu et signalé à la Société générale quelques transactions bizarres de Jérôme Kerviel.



Les grandes banques mondiales, toutes actrices importantes de ces marchés, ont accepté le principe de la chambre de compensation. Plusieurs projets concurrents se mettent actuellement en place ; ils devraient être opérationnels dans les mois qui viennent. Restera à s'assurer que les garanties demandées seront suffisamment élevées. Et que les transactions seront enregistrées avec un minimum d'erreurs et rapidement (ce n'est pas toujours le cas dans les chambres de compensation existantes).

Cette évolution sera-t-elle suffisante ? Les régulateurs devront limiter les marchés qui pourront rester non organisés et les surveiller de près. Dans les années 30, le Congrès américain a fait fermer certains marchés de produits dérivés que les parlementaires trouvaient trop spéculatifs. Limiter la dissémination et l'opacité des risques financiers est un enjeu majeur de régulation. C'est l'un des domaines où les pouvoirs publics doivent se montrer les moins conciliants.

## 4 S'ATTAQUER AUX PARADIS FISCAUX

**Le problème.** En plus de faire perdre d'importantes recettes fiscales aux Etats, les paradis fiscaux sont également des paradis réglementaires, où il est possible aux établissements financiers de s'installer pour mener leurs opérations sans contrôle. La meilleure régulation financière sera sujette trop facilement aux contournements

si les paradis fiscaux peuvent continuer à œuvrer comme bon leur semble.

**Les propositions.** « Des trous noirs comme les centres off-shore ne doivent plus exister », a lancé le 14 octobre dernier le Premier ministre François Fillon dans une déclaration à l'Assemblée nationale. *Leur disparition doit prélude à une refondation du système financier international.* On peut s'attaquer, avec succès, aux paradis fiscaux. Une mesure immédiate consisterait à ce que les gouvernements qui ont apporté leur garantie aux dépôts des particuliers auprès des banques précisent que cette garantie ne concerne pas les dépôts effectués dans les filiales situées dans les paradis fiscaux. L'île de Man, Jersey, Guernesey, etc. n'ont pas les reins financiers assez solides pour apporter ce genre de garanties.

Les gouvernements allemand et français poussent actuellement à un renforcement de la directive européenne sur l'épargne, qui oblige le fisc des pays de l'Union à informer le pays d'origine des placements d'un non-résident ou bien, pour les pays qui souhaitent conserver leur secret bancaire, à imposer une retenue à la source de 20 % sur les intérêts des placements. La France et l'Allemagne veulent supprimer cette seconde possibilité et rendre obligatoire l'échange d'information. La directive doit également être appliquée aux fondations, aux trusts, etc., et pas seulement aux individus ; et concerner tous les produits financiers complexes destinés, même indirectement, à contourner les règles fiscales.

Il faut aussi relancer la directive européenne sur les « prix de transfert », prix auxquels les multinationales s'échangent des biens et des services. Ceux-ci sont en effet souvent utilisés pour faire apparaître les profits sur les territoires les moins taxés. Cette directive devait voir le jour cette année, mais elle a été repoussée après le « Non » irlandais au référendum européen. Elle consiste à établir une base fiscale consolidée au niveau européen. Les profits des firmes seraient taxés en une seule fois et le produit de la taxe redistribué entre les différents pays d'implantation selon des critères à déterminer (quantité de capital investi, chiffre d'affaires...), comme c'est le cas aux Etats-Unis ou au Canada.

Enfin, la crise financière ayant ouvert le débat sur le changement des normes comptables internationales (voir le point n° 7), il faut en profiter pour exiger des multinationales le reporting pays par pays : chaque firme devra rendre transparent dans quels pays elle est présente, ce qu'elle y fait, le montant de ses actifs et le nombre de personnes employées, comment s'établissent les relations intragroupe, ses profits avant impôts, etc. Le Parlement européen a déjà demandé à la Commission d'agir en ce sens. Les investisseurs le souhaitent, George Soros en tête, ne voulant pas être surpris par la soudaine mauvaise publicité, liée à l'utilisation des paradis fiscaux, des entreprises dans lesquelles ils investissent.

Trois sénateurs américains ont déposé l'an dernier un projet de loi très dur contre les paradis fiscaux. L'un d'entre eux s'appelle... Barack Obama. S'il est élu, il y a de grandes chances qu'il agisse. Une action coordonnée des Etats-Unis et de l'Europe, à condition que le Royaume-Uni s'y associe, ouvrirait des temps très durs pour les paradis fiscaux.

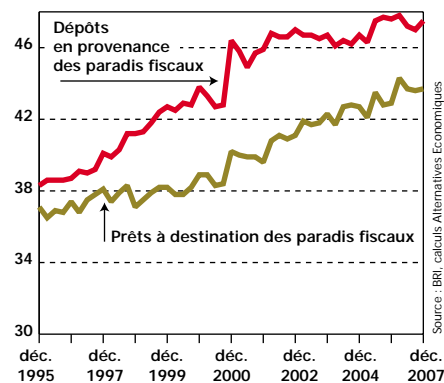
## 5 ENCADRER LES RÉMUNÉRATIONS

**Le problème.** Les traders qui prennent des risques sur les marchés financiers touchent de gros bonus lorsqu'ils font gagner de l'argent à leurs investisseurs... et de moins gros lorsqu'ils perdent. Ainsi, selon l'institut CEBR, les bonus délivrés à la City londonienne devraient baisser de 58 % cette année par rapport à l'an dernier, mais s'établir tout de même à 4,5 milliards d'euros... Une incitation à risquer gros ! Et si l'établissement fait faillite et que les actionnaires chassent le PDG, celui-ci part généralement avec un gros paquet, sans subir les conséquences de sa mauvaise gestion.

**Les propositions.** Les plans de sauvetage gouvernementaux des banques de nombreux pays, dont la France, imposent l'abandon des parachutes dorés pour les patrons dont les établissements auront besoin d'argent public. Aux Pays-Bas, les législateurs viennent de mettre en place une forte imposition des primes de départ, des compléments de retraite et des *stock options* des dirigeants. Aux Etats-Unis,

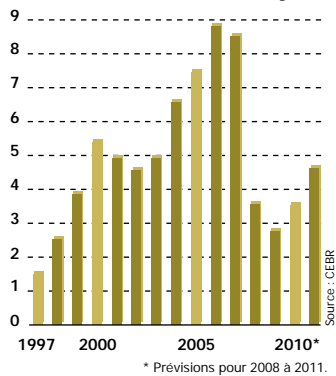
### LES BANQUES ET LES PARADIS FISCAUX

Part des prêts internationaux des banques à destination des paradis fiscaux et des dépôts internationaux des banques en provenance des paradis fiscaux, en %



## LES BONUS À LA CITY

Bonus distribués sur la place de Londres, en milliards de livres sterling



les patrons qui font plonger leur entreprise pourraient même être obligés de redonner une partie des rémunérations obtenues, une politique du *clawback* (« récupération ») qui fait horreur aux dirigeants et aux *traders*, qui seraient obligés de rendre une partie de leurs gains passés en cas de pertes.

Toutes ces politiques vont dans le bon sens sur le plan éthique, mais il ne faudrait pas que les gouvernements s'en contentent comme politique de régulation de la finance.

## 6 RÉFORMER LES AGENCES DE NOTATION

**Le problème.** Les agences de notation donnent des notes aux emprunts et autres titres financiers émis par les entreprises, les banques, les Etats, etc., en fonction du risque qu'il y a à détenir ces titres. Mais ce sont ceux qui veulent être notés qui paient pour l'être ! Les entreprises qui émettent des titres risqués font alors le tour des agences de notation pour savoir laquelle leur donnera la meilleure note et retiennent la plus conciliante. C'est ainsi que les produits financiers risqués liés aux *subprime* ont reçu des avis excellents, envoyant le message aux investisseurs qu'ils pouvaient les acheter sans risque. Une situation d'autant plus dommageable que les régulateurs internationaux ont fait de ces avis un des piliers de la régulation internationale, en conseillant aux investisseurs de s'y référer.

**Les propositions.** Des Etats-Unis à l'Union européenne, les pouvoirs publics ont menacé les agences de



Benoît Decout - Riba

notation d'une stricte régulation publique. Ce qui a incité les acteurs privés, par l'intermédiaire de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), qui regroupe les régulateurs boursiers de la planète, à proposer à la mi-2008 un code de bonne conduite aux agences de notation. Les régulateurs financiers attendent désormais sa mise en œuvre. Ils souhaitent que les pratiques de notation deviennent plus transparentes, que les notes des produits financiers sophistiqués soient différentes des autres, etc. Là encore, ces évolutions vont dans le bon sens, mais elles sont loin d'être fondamentales. Les investisseurs savaient pertinemment qu'ils achetaient des produits financiers ayant certes reçu des bonnes notes, tout de même très risqués. Des agences de notation parfaites, ce qu'elles ne seront jamais, n'empêcheraient pas les fortes prises de risque. Les investisseurs ne pourraient simplement plus se cacher derrière les agences pour justifier leurs erreurs.

### Luxembourg, quartier des affaires.

Ce paradis fiscal européen se prépare à des mois difficiles, face aux pressions de ses voisins.

## 7 CHANGER LES NORMES COMPTABLES

**Le problème.** Les normes comptables appliquées aux Etats-Unis et celles appliquées en Europe reposent sur le principe de la « juste valeur », c'est-à-dire que les entreprises doivent être évaluées en tenant compte du prix de marché des actifs qu'elles possèdent, de manière à permettre aux investisseurs de connaître leur véritable valeur marchande. Mais, lorsque le prix des titres financiers liés aux *subprime* s'effondre ou que la valeur de leur capital s'écroule en Bourse, les banques doivent le traduire aussitôt dans leurs comptes, ce qui les fragilise rapidement. Et les forcent à chercher du capital ou à se débarrasser des

actifs dont le prix baisse, ce qui les fait encore baisser et ajoute à la crise. Problème supplémentaire : quand plus personne ne veut acheter ou vendre un produit financier dont la valeur est incertaine, comme cela a été le cas ces dernières semaines, quel est son prix de marché ?



Corentin Fohlen - Fedphoto

**Dominique Strauss-Kahn, directeur du FMI.** Le Fonds monétaire international revendique une place particulière dans la surveillance des systèmes financiers.

**Les propositions.** Les autorités politiques ont carrément violé les autorités comptables le mois dernier. Le régulateur comptable américain a permis à ses banques de mettre de côté l'application de la règle de la juste valeur, ce qui a suscité une demande des banques européenne dans le même sens. Depuis 2005, les normes comptables appliquées aux sociétés cotées en Europe sont celles de l'International Accounting Standards Board (IASB), une organisation de droit privé dominée par les grands cabinets comptables anglo-saxons. Après force réticence, l'IASB a fini par céder sous la pression politique européenne le 14 octobre dernier, permettant aux entreprises d'abandonner partiellement la juste valeur pour étaler dans le temps l'impact de la baisse des marchés sur leurs comptes. C'est un recul important pour l'IASB, que son directeur, Sir David

Tweedie, a justifié en disant qu'il valait mieux que les comptables le décident plutôt que les politiciens !

## 8 RÉGULER LES FONDS SPÉCULATIFS

**Le problème.** Avec leur horizon court et leurs techniques agressives – comme la vente « à découvert à nu » de titres, c'est-à-dire sans les détenir, qui a contribué à la panique boursière avant d'être interdite – les *hedge funds*, ou fonds spéculatifs, introduisent beaucoup de volatilité sur les marchés financiers. Enregistrés en très grande majorité dans les îles Caïmans, un paradis fiscal, ils prennent des risques excessifs pour maximiser leurs profits.

**Les propositions.** « *Il faut tuer les hedge funds les plus sales et réglementer les autres* », aurait déclaré le secrétaire au Trésor américain Henry Paulson à la mi-octobre. Une régulation des fonds spéculatifs sans s'attaquer aux paradis fiscaux d'où ils opèrent serait vouée à l'échec. Mais si les fonds mis à leur disposition par les banques sont encadrés, si les paradis fiscaux sont mis au tapis et les produits dérivés mieux régulés, il ne leur restera pas beaucoup de terrain de jeu !

## 9 UNE AUTRE POLITIQUE DE LIQUIDITÉ EST POSSIBLE

**Le problème.** Pour exercer leurs activités, les banques disposent de leurs capitaux propres, des dépôts – pour les banques disposant d'un réseau –, d'emprunts à court ou moyen terme qu'elles se font entre elles ou auprès d'investisseurs, et, enfin, d'emprunts auprès de la Banque centrale. Les banques d'affaires, qui jouent avec l'argent que leur confient les investisseurs, se financent beaucoup auprès des autres établissements financiers. Cela leur permet de jouer entre 10 et 30 fois plus que leur capital de base. Quand les marchés se bloquent, faute de confiance entre établissements, les banques, et plus encore les banques d'affaires, n'ont plus accès à la liquidité nécessaire et leur activité se grippe.

**Les propositions.** Les régulateurs souhaitent que les banques suivent de

près leurs besoins potentiels de liquidités, qu'elles disposent en permanence d'actifs de qualité susceptibles d'être apportés aux banques centrales en cas de problème pour obtenir un refinancement, et qu'elles calculent le niveau de liquidités dont elles auraient besoin pour y faire face, etc. Autant de bonnes résolutions, pour l'instant non contraignantes. Et qui visent juste à fixer un cadre de gestion du risque de liquidité, sans contrainte quantitative précise. Si on en reste là, ce sera largement insuffisant.

## 10 UNE NOUVELLE GOUVERNANCE DE LA FINANCE MONDIALISÉE

**Le problème.** La mondialisation des activités financières des établissements privés a été beaucoup plus rapide que celle de la coordination politique nécessaire pour la réguler. La crise a démontré la nécessité de réponses coordonnées des gouvernements pour être efficaces.

**Les propositions.** Les Européens souhaitent une conférence financière internationale de grande ampleur, du type de celle qui a eu lieu en 1944 à Bretton Woods pour fonder les piliers de la régulation financière de l'après-guerre. Les Américains ont proposé une série de réunions de moindre ampleur. En attendant, la crise actuelle a donné une place prépondérante à une institution internationale peu connue, le Forum de stabilité financière. Né en 1999, il regroupe les autorités financières de douze grands centres financiers (dont la France) et de toutes les institutions internationales ayant trait à la régulation financière. Le Forum s'est imposé comme le cerveau central de la réflexion des régulateurs face à la crise. Plus visible, le FMI revendique une place particulière comme institution de surveillance des systèmes financiers, de l'analyse des contagions internationales des crises et de centre d'alerte et de propositions.

Quelle que soit l'architecture finale qui sortira dans les mois qui viennent, on peut être sûr que la finance internationale et les modes de son contrôle politique auront changé de visage. Pour le meilleur ? A suivre... ■

Ch. Ch.

Les banques commerciales ont mieux traversé la crise que les banques d'affaires. Mais seule une régulation de l'ensemble de leurs activités permettra d'assurer leur pérennité.

# Quelles banques pour demain ?

**F**aillites, rachats, nationalisations partielles ou totales, la carte bancaire internationale a radicalement changé de forme en quelques mois. Aux déboires attendus chez les banques de crédits immobiliers directement exposées (Northern Rock, Indymac...) se sont ajoutés ceux de plusieurs dizaines de banques commerciales américaines et de banques européennes (Fortis, Dexia...), et les difficultés des plus grandes banques d'affaires mondiales (Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch...).

## La fin d'un business model

Les banques d'affaires sont assurément du côté des vaincus. Et, avec elle, leur *business model* : avec peu de capitaux et pas de dépôts, elles reçoivent de l'argent des investisseurs et empruntent beaucoup, notamment à court terme, pour prendre des paris sur les marchés financiers. Quand l'inquiétude s'empare des investisseurs, que le prix des actifs baisse et que les marchés se bloquent, elles ne peuvent plus se refinancer et sont conduites à la faillite. C'est ce qui



Pascal Stiller - Risa

s'est passé pour Lehman Brothers et Bear Stearns.

Goldman Sachs et Morgan Stanley, jugeant ce modèle de banque désormais trop risqué, ont décidé de se transformer en banques commerciales. Renonçant aux libertés que leur assurait leur statut, elles peuvent en revanche recueillir des dépôts, et donc rendre leur financement plus sûr. Ceux qui continueront à exercer cette activité de manière indépendante seront vraisemblablement de plus petite taille et spécialisés sur un créneau spécifique : fusions-acquisitions, etc.

## La banque universelle s'en sort mieux

Les banques commerciales ont assurément mieux traversé la crise. Bank of America a racheté Merrill Lynch, BNP-Paribas a mis la main sur une partie de Fortis, devenant par là même la première banque européenne par les dépôts. Les banques commerciales disposent de leurs propres capitaux et des dépôts de leurs clients comme sources de financement prioritaires, même si

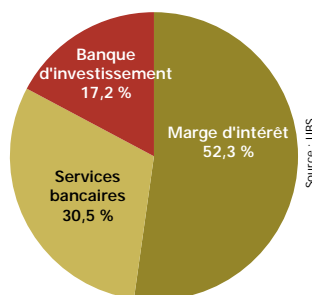
Les revenus tirés du crédit aux ménages et aux entreprises, ont permis aux banques universelles de mieux traverser la crise.

elles font également appel aux marchés financiers, en recourant en cas de besoin aux autres établissements sur le marché interbancaire ou en émettant des obligations. Leur activité principale consiste à attribuer des prêts. Elles offrent des services à leurs clients sur lesquels elles gagnent des commissions. Elles jouent également sur les marchés financiers l'argent que leur confient des investisseurs, mais aussi leurs propres capitaux, par l'intermédiaire de leur banque de financement et d'investissement (BFI), une activité qui leur rapporte aussi des commissions.

Ce modèle de banque à tout faire est qualifié de « banque universelle ». Il offre un avantage : quand les marchés vont mal, la banque de dépôts est là pour fournir des revenus stables. La bonne vieille économie réelle (le crédit logement, aux entreprises et à la consommation) permet de rattraper les errements de la finance ! Et quand un sec-

## LES BANQUES FRANÇAISES SONT MULTICARTES

Part des différentes activités dans les revenus des banques françaises en 2007, en %



Source : UBS

teur se porte mal, par exemple le logement, la diversification des activités permet de sauver les meubles.

### Ne pas céder à l'euphorie

Ainsi, pour l'économiste Olivier Pastré, « la crise actuelle est la démonstration que le modèle de la banque universelle l'emporte sur le modèle spécialisé anglo-saxon ». Jusqu'à un certain point, répond son confrère Jean-Paul Pollin, pour qui la banque universelle « renforce la transmission directe des difficultés des activités de marché sur la tarification des activités traditionnelles des banques ». Si le coût des crédits augmente effectivement pour compenser les paris financiers perdus, c'est la croissance et l'emploi qui en pâtissent. « C'est le métier des régulateurs d'éviter les tarifications croisées et d'imposer des règles

de surveillance des risques adaptées à chacun des métiers bancaires », répond Pastré. Mais pour Pollin, « ces mégas-établissements sont complexes et donc difficiles à réguler »...

Il est certain que la banque universelle n'est pas une assurance en soi contre les crises bancaires. Les banques ne doivent pas distribuer un volume de crédits trop au-delà de leurs propres ressources afin de ne pas dépendre des financements de marché. Elles doivent savoir résister aux périodes d'euphorie sur les marchés, comme l'ont fait, semble-t-il, BNP-Paribas, l'espagnole Santander ou la britannique HSBC.

La fin des crises bancaires ne viendra pas du choix d'un modèle de banque plutôt que d'un autre, mais d'une régulation forte et efficace de leurs activités. ■

Ch. Ch.

Annoncer la fin du pou  
financiers américains

## Vers la fin

Avec la crise financière qui les frappe, les Etats-Unis vont « perdre leur statut de super-puissance financière », martelait le 25 septembre dernier le ministre des Finances allemand Peer Steinbrück devant le Bundestag. Et les éditoriaux de grands quotidiens français de tromper depuis sur la fin du pouvoir des Etats-Unis, non sans plaisir pour certains d'entre eux. C'est aller un peu vite en besogne. Car nombre d'arguments tendent plutôt à montrer que le rôle clé des Etats-Unis dans la planète finance est loin d'être terminé.

Lorsqu'on parle du pouvoir financier des Etats-Unis, il faut commencer par rappeler une évidence peu connue : que l'on s'intéresse à l'origine des prêts bancaires internationaux, aux transactions de change, à celles de produits financiers sophistiqués et à bien d'autres marchés, c'est Londres qui occupe depuis plusieurs années la première place dans la finance mondiale. La « suprématie » financière des Etats-Unis est donc déjà relative, car partagée avec le Royaume-Uni. Il n'est ainsi pas complètement surprenant que le plan de sauvetage du système bancaire mondial soit finalement venu du Royaume-Uni : le gouvernement britannique a tout intérêt à ce que la première industrie du pays, celle de la finance, retrouve au plus vite ses esprits. Pour l'avenir, les deux places étant touchées par la crise, il est impossible de savoir pour l'instant ce que seront ses conséquences sur leur position relative.

En revanche, il est certain que le monde va vivre dans l'année qui vient, voire pendant plus longtemps, dans la digestion de cette crise née aux Etats-Unis. Tous les pays vont devoir supporter durant de longs mois les conséquences sur la croissance et l'emploi de décisions prises hier par les banques américaines et de l'absence d'intervention des régulateurs américains pour encadrer ces pratiques. Et c'est la décision du secrétaire au

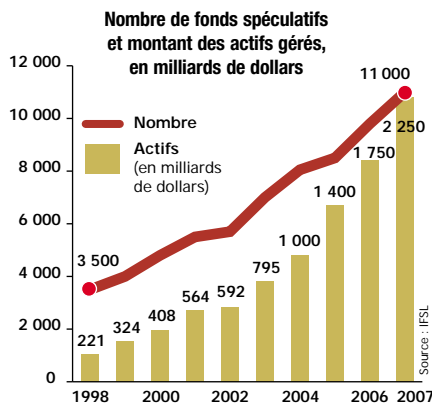
## Sale temps pour les « hedge funds »

La recomposition en cours du paysage financier ne touche pas seulement les banques. Par une ironie de l'histoire, alors que les *hedge funds* (les fonds spéculatifs) sont souvent source d'instabilité financière par leurs arrivées et leurs retraits massifs et rapides de capitaux, cette fois, ce sont eux qui en sont les victimes ! Sur le seul mois de septembre, les investisseurs qui leur confient leur argent pour profiter de leurs stratégies risquées à haut rendement ont retiré de leurs mains 43 milliards de dollars.

Dans un marché où plus personne ne veut prêter aux autres et où le prix des actifs risqués a chuté, les fonds spéculatifs se retrouvent coincés de

trois côtés : ils perdent leurs paris et encaissent des pertes ; ils n'accèdent plus aux prêts qui leur permettaient de parier des sommes importantes ; et les investisseurs qui alimentaient leur capital retirent désormais leurs fonds. Résultat : selon certaines estimations, environ 1 000 *hedge funds* devraient faire faillite durant cette crise, soit pratiquement 10 % des 11 000 et quelques fonds en activité. 3 000 à 5 000 emplois auraient déjà été supprimés, un nombre qui devrait monter jusqu'à 10 000, sur les 150 000 que compte cette industrie financière dans le monde.

L'histoire des *hedge funds* montre que ce sont généralement les fonds les plus petits (avec un capital inférieur à 150 millions de dollars) qui ont la mortalité la plus élevée. Mais cette crise a tout de même fait souffrir les plus gros, sachant que les 100 plus grands établissements concentrent les trois quarts des actifs gérés. Enfin, pas tous. Mais ceux qui ont parié sur la baisse des Bourses ont vu leurs gains progresser de plus de 5 % durant le mois de septembre. Les fonds spéculatifs ne vont donc pas tous disparaître avec la crise. A la fin de 2007, ils géraient encore plus de 2 000 milliards de dollars. Il faudra les surveiller de plus près. ■



voir financier des Etats-Unis est aller vite en besogne. Pour l'heure, les marchés et le dollar demeurent des incontournables de la finance mondiale.

# de la suprématie américaine?

Trésor américain Henry Paulson de laisser la banque d'affaires Lehman Brothers faire faillite qui a entraîné un mouvement de panique boursière et de blocage du marché financier entre banques. On imagine encore mal comment, demain, une crise financière en Europe ou dans les pays émergents et son mode de résolution pourraient connaître les mêmes répercussions mondiales.

## Le dollar résistant face à l'euro

Certes, la crise a fait quelques victimes parmi des acteurs puissants de la finance américaine. Les banques d'affaires de Wall Street ont toutes disparu en tant que telles du paysage. Mais Goldman Sachs et les autres restent des poids lourds de la finance mondiale. Et Bank of America ou JP Morgan en ont profité pour grossir. Les restructurations en cours n'ont pas spécialement permis une prise de contrôle des acteurs financiers américains par leurs concurrents étrangers, et si les fonds souverains sont venus à la rescousse au début, en apportant du capital, ils ont perdu pour l'instant

Plutôt qu'une remise en cause du pouvoir financier des Etats-Unis, la crise a révélé a posteriori la perte du pouvoir des Etats sur la finance

beaucoup d'argent dans l'affaire. La crise suscite une restructuration du paysage bancaire européen, mais pas au point de voir émerger un ensemble d'acteurs dominants issus du Vieux Continent à même de donner le la des futures évolutions de la finance.

Enfin, le taux de change du dollar résiste à la crise. Depuis le déclenchement du mouvement de panique de



la mi-septembre, il a même connu une forte poussée face à l'euro ! Surtout, le dollar reste structurellement la monnaie dominante de la finance mondiale et aucune autre ne lui arrive à la cheville (1). Certes, les Etats-Unis ont attiré l'an dernier une proportion moins importante de l'épargne mondiale cherchant à se placer : 49,2 %, contre 59,6 % en 2006, et les entrées de capitaux continuent à ralentir cette année. Les banques du reste du monde ne viennent plus acheter de produits financiers risqués sur le marché américain et subventionner son secteur bancaire. Mais peut-on imaginer qu'une fois la crise passée, les investisseurs du monde entier boudent les Etats-Unis ? Ils achèteront peut-être pendant un temps davantage de bons du Trésor et moins d'obligations émises par les banques, mais il est difficile de prévoir aujourd'hui une désaffection totale au profit de l'euro.

Plutôt qu'une remise en cause récente

Malgré la crise, le dollar reste structurellement la monnaie dominante de la finance mondiale.

du pouvoir financier des Etats-Unis, la crise a souligné un autre changement – plus ancien – des rapports de force internationaux : la perte du pouvoir des Etats, partout dans le monde, depuis cinquante ans, face aux évolutions de la finance, même si, face à la crise, ils ont été conduits à se substituer aux marchés. La question politique essentielle est donc de savoir si, oui ou non, les Etats tenteront, à l'occasion de cette crise, de reprendre durablement le contrôle de la finance. Là encore, il y a de grandes chances pour que les décisions prises aux Etats-Unis influencent celles qui seront prises dans le reste du monde. ■

Ch. Ch.

(1) Voir « Euro-dollar : bataille pour une domination », *Alternatives Economiques* n° 272, septembre 2008, disponible dans nos archives en ligne.

Le rationnement du crédit a déjà des conséquences sur la croissance. Pour éviter une récession prolongée, les gouvernements doivent agir simultanément sur le secteur financier et sur l'économie réelle.

# Demain, la dépression ?



Romain Osi - Picturastock

Dans le transport routier, les faillites d'entreprises ont augmenté de 82 % sur les neuf premiers mois de l'année.

Le plus gros de l'orage financier est peut-être derrière nous, mais la crise économique, elle, ne fait que commencer. Un à un, tous les indicateurs macroéconomiques sont passés au rouge. En France, comme dans la zone euro, la croissance était négative dès le deuxième trimestre 2008. Et 35 000 emplois ont déjà été détruits pendant cette période dans le secteur marchand, selon l'Unedic. Mais ce n'étaient encore là que les conséquences de la crise immobilière et de la montée des prix des matières premières jusqu'à l'été. Les effets du choc financier de septembre (blocage complet du marché du crédit et effondrement des Bourses) ne

se lisent pas encore dans les indicateurs macroéconomiques disponibles. Bien que difficiles à prévoir, ils pourraient être douloureux.

« Quand une personne est restée dans le coma, on ne peut connaître les effets qu'a posteriori », résume Florence Pisani, économiste à Dexia-AM. Mais on sait déjà que l'économie ne sortira pas indemne de ce que le Fonds monétaire international (FMI) qualifie de « choc financier le plus dangereux depuis les années 30 ». Et les économistes du Fonds de souligner qu'une crise financière risque d'autant plus de produire une récession profonde et prolongée qu'elle touche le cœur du système : les banques, qui fournissent à l'économie son oxygène, le crédit.

Un rationnement du crédit paraît inévitable. Pourquoi ? En anglais, la réponse tient en un mot : *deleveraging* (en français, inversion de l'effet de levier). Pendant des années, le système financier a en effet déversé une avalanche de crédits dans l'économie, en s'endettant lui-même massivement, notamment au niveau des institutions

les moins régulées, les *hedge funds* (les fonds spéculatifs) et les banques d'investissement. Il lui faut donc aujourd'hui inverser la tendance : d'un côté, se recapitaliser et, de l'autre, réduire les crédits distribués.

## Crédit crunch

Tous les agents qui ont besoin d'emprunter vont donc souffrir. Les entreprises supportent déjà une nette augmentation du coût du crédit, mais jusqu'à présent, les volumes distribués semblaient se maintenir. Une statistique trompeuse, laisse entendre la Banque centrale européenne (BCE) : elle pourrait simplement refléter les difficultés des banques à sortir de leur bilan des crédits autrefois titrisés (\*), tels que les prêts pour les opérations de LBO (\*) ou des fusions-acquisitions.

Résultat : certaines entreprises commencent à avoir des difficultés à faire face à leurs besoins de trésorerie. Les promoteurs, par exemple, sont dans une mauvaise passe, avec des opérations non encore écoulées sur les bras et des banques qui leur coupent les vivres. D'où la décision de l'Etat français de se porter lui-même acheteur de 30 000 nouveaux logements. La situation est d'autant plus tendue en France sur ce plan que les entreprises y sont plus endettées que dans la moyenne des pays de l'OCDE, en particulier les PME : le taux d'autofinancement (\*) des entreprises françaises, qui était encore de 70,5 % au début 2006, a chuté à 51 % au deuxième trimestre 2008.

Du côté des ménages, le ralentissement du crédit est déjà très net depuis 2007. Les banques prêtent moins, donc les ménages consomment moins. Ils achètent aussi moins de logements. Et les prix immobiliers plongent en même temps que les indices boursiers. Si bien que les ménages se sentent aussi moins riches. Ces « effets de richesse », comme disent les économistes, sont le deuxième canal de

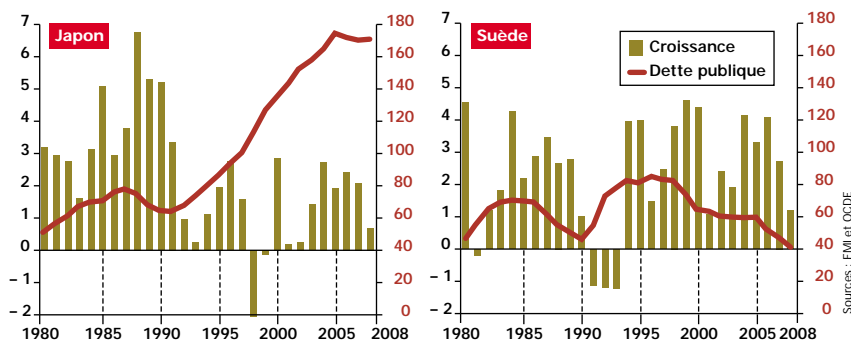
\* **Crédits titrisés** : emprunts bancaires transformés en titres négociables sur les marchés financiers.

dividendes versés par la société achetée.

\* **Autofinancement** : partie des investissements qu'une entreprise finance par ses propres ressources, sans avoir recours à l'emprunt ou à une augmentation du capital apportée par ses actionnaires.

## JAPON, SUÈDE : DEUX SORTIES DE CRISE BANCAIRE DIFFÉRENTES

Croissance annuelle du PIB (en %) et dette publique (en % du PIB)



Le Japon et la Suède ont tous deux connu de graves crises bancaires au début des années 90, mais ils les ont gérées très différemment. Le Japon a attendu trop longtemps pour reconnaître la réalité des créances douteuses accumulées dans son système bancaire pendant la période d'euphorie de la fin des années 80 ; il a payé cet attentisme par plus d'une décennie de marasme économique. Au contraire, la Suède a rapidement recapitalisé ses banques et sorti les créances douteuses de leurs bilans. La remontée de la dette publique a été brutale, mais temporaire, grâce à une reprise vigoureuse.

transmission de la crise financière à l'économie réelle. Aux Etats-Unis, le retournement du marché immobilier est le plus sévère de l'après-guerre, avec une baisse des prix qui atteint maintenant près de 15 % en rythme annuel. En France, les prix des logements commencent seulement à baisser et restent très surévalués par rapport à leur moyenne de longue période. Parallèlement les portefeuilles d'actions (un Français sur six en détient) ont fondu de près de 45 % entre le début de l'année et la mi-octobre. Tout se cumule donc pour inciter les ménages à se serrer la ceinture : un patrimoine qui s'évapore, un accès au crédit coupé, des revenus grignotés par l'inflation, une incertitude sur l'avenir de son emploi...

Et encore les Français ont-ils moins de souci à se faire que les Américains. Ils pourraient en effet toujours réduire un peu leur taux d'épargne qui, à 15,7 % de leurs revenus, reste un des plus élevés au monde. Ils ont aussi l'assurance de toucher un jour leur retraite (vive la répartition !). Les Américains, eux, vont devoir se remettre très vite à épargner pour assurer leur avenir. Une habitude qu'ils avaient complètement perdue puisque, pendant la phase de bulle immobilière, ils en étaient même venus à dépenser plus qu'ils ne gagnaient, grâce à des ralonges de crédit gagées sur l'augmentation de la valeur de leur logement. Or, les fonds de pension supposés leur payer leur retraite ont perdu 20 % de leur valeur depuis quinze mois. C'est un vrai coup de bambou pour les salariés âgés. Ils seront sans doute nombreux à devoir rester plus longtemps sur le marché du travail, alors même que le chômage repart à la hausse.

L'activité va donc être comprimée par les deux bouts : en amont, moins de crédit pour financer la production et les projets, en aval, moins de demande pour acheter les produits. Le secteur de l'immobilier est le plus sinistré, avec une chute d'un tiers des ventes de logements neufs en France par rapport à l'année précédente. Mais la consommation de biens et de services a également baissé au premier semestre. Et les derniers indicateurs sont alarmants : les ventes de voitures ont ainsi reculé de 9,3 % au mois d'août, pendant qu'elles plongeaient de 21 % au Royaume-Uni et de 33 % en Espagne.

## Découplage ?

Ce n'est en effet pas de ses voisins que l'économie française peut attendre son salut. La plupart des banques européennes ont trempé dans le business des *subprime* et entraînent dans leur chute leurs économies, qui devraient au mieux stagner en 2009. Pour la France, qui destine la moitié de ses exportations à la zone euro et les quatre cinquièmes aux pays de l'OCDE, les perspectives sont donc bouchées à l'extérieur.

Dans quelle mesure le « reste du monde » va-t-il demeurer un foyer de croissance ? Le FMI se veut optimiste (voir tableau), avec une prévision de 6,1 % de croissance pour les pays émergents et en développement en 2009. Mais ces pays ne sont pas eux-mêmes à l'abri des tourmentes financières. Les Bourses émergentes ont, elles aussi, connu de gros plongeons, et la bulle spéculative de l'immobilier chinois est en train d'exploser.

Les plus vulnérables sont cependant les pays qui dépendent le plus de capitaux extérieurs pour le financement de leur économie : ils sont en

effet à la merci de retraits massifs des investisseurs. La Hongrie notamment, qui affichait un déficit courant de 5 % du produit intérieur brut (PIB) en 2007, a vu sa monnaie décrocher début octobre et pourrait faire appel au FMI. D'autres pays d'Europe centrale et orientale risquent de connaître des difficultés de financement. Et juste à l'extérieur de l'Union, l'Ukraine

## CROISSANCE ZÉRO AU NORD EN 2009

Prévisions de croissance du FMI

|   | 2007       | 2008*      | 2009*      |
|---|------------|------------|------------|
| <b>Monde</b>                                    | <b>5,0</b> | <b>3,9</b> | <b>3,0</b> |
| <b>Economies avancées</b>                       | <b>2,6</b> | <b>1,5</b> | <b>0,5</b> |
| Etats-Unis                                      | 2,0        | 1,6        | 0,1        |
| Zone euro                                       | 2,6        | 1,3        | 0,2        |
| Allemagne                                       | 2,5        | 1,8        | 0          |
| France  | 2,2        | 0,8        | 0,2        |
| Italie  | 1,5        | -0,1       | -0,2       |
| Espagne   | 3,7        | 1,4        | -0,2       |
| Japon   | 2,1        | 0,7        | 0,5        |
| Royaume-Uni                                     | 3,0        | 1,0        | -0,1       |
| Canada  | 2,7        | 0,7        | 1,2        |
| Autres économies avancées                       | 4,7        | 3,1        | 2,5        |
| Nouveaux pays industrialisés d'Asie             | 5,6        | 4,0        | 3,2        |
| <b>Economies émergentes et en développement</b> | <b>8,0</b> | <b>6,9</b> | <b>6,1</b> |
| Afrique   | 6,3        | 5,9        | 6,0        |
| Afrique subsaharienne                           | 6,9        | 6,1        | 6,3        |
| Europe centrale et orientale                    | 5,7        | 4,5        | 3,4        |
| CEI   | 8,6        | 7,2        | 5,7        |
| Russie  | 8,1        | 7,0        | 5,5        |
| Asie en développement                           | 10         | 8,4        | 7,7        |
| Chine   | 11,9       | 9,7        | 9,3        |
| Inde  | 9,3        | 7,9        | 6,9        |
| Asean-5   | 6,3        | 5,5        | 4,9        |
| <b>Moyen-Orient</b>                             | <b>5,9</b> | <b>6,4</b> | <b>5,9</b> |
| <b>Amérique latine</b>                          | <b>5,6</b> | <b>4,6</b> | <b>3,2</b> |
| Brésil  | 5,4        | 5,2        | 3,5        |
| Mexique   | 3,2        | 2,1        | 1,8        |

\* Prévisions.

Source : FMI, World Economic Outlook, octobre 2008

se trouve également dans une situation critique.

La dégringolade du réal brésilien était, quant à elle, plus inattendue. Du coup, « certaines grandes entreprises brésiliennes ont perdu des sommes colossales parce qu'elles empruntaient en devises étrangères sans s'être couvertes sur le risque de change », rapporte Luc Ribouzzo, de l'Agence française de développement. Même les pays qui résistent le mieux aux turbulences financières pâtiront du ralentissement de la demande occidentale. La Chine notamment, le premier contributeur à la croissance mondiale, qui exporte 40 % de sa production. Une fois n'est pas coutume, c'est peut-être l'Afrique qui pourrait le mieux tirer son épingle du jeu, estime Jean-Luc Ribouzzo. Mais son poids est marginal dans l'économie mondiale.

#### Cercle vicieux

La question n'est donc plus de savoir si on échappera ou pas à la récession, mais quelle sera sa profondeur et sa durée. Le scénario le plus optimiste est celui d'une reprise progressive de l'activité au cours de la deuxième partie de l'année prochaine. C'est le pari que fait le FMI en tablant sur une stabilisation de la situation financière et sur la résistance des grandes économies émergentes. En outre, la baisse du prix de l'énergie (le prix du pétrole a été divisé par deux en trois mois) et celle des produits alimentaires redonneront un peu d'air au pouvoir d'achat. Des facteurs démographiques joueront aussi : « avec 1,5 à 2 millions de nouveaux actifs qui cherchent chaque année à se loger, le marché immobilier américain n'a pas vocation à être en dépression durable », souligne Jean-Luc Proutat, économiste à KBL Richelieu. Le pire n'est donc pas tout à fait sûr.

Mais ne nous faisons pas d'illusions : on ne sort pas d'une crise de cette gravité en laissant simplement jouer les mécanismes rééquilibrants du marché. Le risque majeur est que les difficultés du secteur réel et celles des banques se cumulent et s'entretiennent mutuellement. On observe déjà une multiplication des faillites d'entreprises dans certains secteurs : en France, elles ont augmenté de 35 % dans l'immobilier sur les neuf premiers mois de l'année et jusqu'à 82 % dans le transport routier ! Il s'agit cependant essentiellement de petites ou très petites entre-

prises. La faillite d'entreprises de la taille de General Motors ou de Ford, dont dépend une multitude de fournisseurs, déstabiliserait encore plus le secteur financier. Sans compter les

### Injecter des centaines de milliards pour recapitaliser les banques ne suffira pas si elles ne trouvent pas des emprunteurs solides et solvables

défauts de paiement des ménages, le plus souvent liés à une perte d'emploi, qui menacent de faire exploser la bulle du crédit à la consommation via les cartes de crédit américaines.

Les pertes des banques augmenteraient alors, bien au-delà des 600 milliards déjà enregistrés, au-delà même des 1 400 milliards prévus par le FMI sur les prêts et les actifs titrisés des Etats-Unis. Face à cette montée de l'insolvabilité, les banques ressermetaient encore un peu plus le robinet du crédit, achevant d'asphyxier l'économie réelle. Ce sont là les « effets de second tour » de la crise qu'il faut absolument éviter.

#### L'Etat, emprunteur en dernier ressort

D'où la nécessité pour les pouvoirs publics d'agir vite avant que ne s'installe un cercle vicieux dont il sera extrêmement difficile de sortir. Et d'agir simultanément sur les deux fronts, le secteur financier et l'économie réelle. Car injecter des centaines de milliards pour recapitaliser les banques et reprendre leurs dettes ne suffira pas à faire repartir la machine économique si les banques ne trouvent pas face à elles des emprunteurs solides et solvables. Comme l'explique Jean-Paul Pollin, professeur à l'université d'Orléans : « Pour réamorcer le circuit des échanges financiers, il faut qu'un agent dont la solvabilité ne peut être mise en doute, c'est-à-dire le secteur public, s'endette pour stimuler la demande globale. » Dit autrement : lorsque la crise est trop profonde, un « prêteur en dernier ressort » ne suffit plus ; c'est l'intervention d'un « emprunteur en dernier ressort » qui devient nécessaire.

Le principal instrument à mobiliser est donc le budget public. Aux Etats-Unis, dont le déficit public

dépasse déjà les 5 % du PIB en 2008, l'interrègne ouvert par l'élection présidentielle n'est pas une période très propice. Pourtant, « on parle déjà de réunir le Congrès actuel au lendemain des élections du 4 novembre afin de concocter un nouveau plan de relance », explique Florence Pisani.

L'Europe pourrait bien, une fois de plus, être moins réactive. Les politiques budgétaires restent en effet contraintes par les règles du pacte de stabilité, même si celles-ci sont assouplies en fonction des « circonstances exceptionnelles ». Mais il ne s'agit pour l'instant que de « laisser jouer les stabilisateurs automatiques », comme disent les économistes : c'est-à-dire ne pas chercher à réduire les dépenses pour compenser les pertes de recettes publiques dues à la récession. Cette attitude purement

## La leçon des

« Toutes les fois que les Américains ont été affligés de doutes sur la pérennité de leur état de prospérité habituelle, ils se sont demandés : est-ce que c'est 1929 qui va recommencer ? », écrivait John Kenneth Galbraith au début de son ouvrage sur la Grande Crise. La question se pose aujourd'hui, plus que jamais.

« Impossible de ne pas faire le parallèle entre l'enchevêtrement de sociétés holdings (qui, à la fin des années 20, pullulent en Bourse pour faire levier sur la valeur des actifs) et la tuyauterie mise en place au milieu des années 2000 pour recycler, entre autres choses, les crédits subprime », souligne en effet l'économiste Jean-Luc Proutat. Même dévoiement d'innovations financières, mêmes effets de levier gigantesques, même opacité, même retournement spectaculaire quand le doute s'insinue, même panique, hier des épargnants qui se ruiaient aux guichets des banques, aujourd'hui des institutions financières elles-mêmes qui refusent de se faire crédit, même portée globale de la crise ...

passive n'est pas à la hauteur du risque de recession prolongée. A la mi-octobre, seuls l'Espagne et le Royaume-Uni semblaient prêts à s'engager dans de fortes politiques de soutien à l'activité, la France hésitait, compte tenu de sa situation budgétaire. Quant à l'Allemagne, peut-être finira-t-elle par vaincre ses vieilles réticences à toute action de soutien de la demande, sous la pression des milieux économiques.

### S'affranchir des règles

Quant à la politique monétaire, elle n'a pas, dans le contexte actuel, un rôle essentiel : du côté du financement de l'économie, c'est en effet la lutte contre le *credit crunch* (le rationnement du crédit) qui est prioritaire. Elle pourrait cependant aider davantage. La Fed, la banque centrale américaine, ne s'est

pas privée de baisser ses taux d'intérêt à de nombreuses reprises depuis août 2007. La BCE, elle, a encore d'importantes marges de manœuvre puisqu'elle n'a baissé ses taux qu'une fois depuis le début de la crise, le 8 octobre dernier, de 4,25 % à 3,75 %, dans le cadre d'une action concertée des banques centrales. Elle serait bien inspirée de continuer. D'autant que le reflux des prix du pétrole et des matières premières va calmer ses angoisses d'inflation. Le risque est plutôt désormais celui d'une déflation. Phénomène catastrophique, car il aggrave le ralentissement de l'économie (les consommateurs attendent que les prix baissent davantage pour acheter) et augmente le poids des dettes qui pèsent sur les ménages, sur les banques, et demain encore un peu plus qu'hier, sur les Etats.

L'Europe saura-t-elle s'affranchir de ses règles et inventer de nouvelles solutions collectives ? Par exemple en engageant dès maintenant, au niveau de l'Union, les dépenses importantes nécessaires pour la mutation écologique de ses infrastructures et de son économie ? La Grande Crise nous rappelle qu'il n'est jamais facile de s'affranchir collectivement des règles qui ont fondé le pacte antérieur : à l'époque, l'attachement à l'étalon-or avait entravé la capacité de réaction des politiques monétaires, jusqu'à ce qu'une cascade de dévaluations compétitives fasse voler en éclats le système monétaire international. Comme le rappelle Jean-Paul Pollin, les dogmes d'aujourd'hui « *ne sont pas moins dangereux que ceux d'hier* ». ■

S. M.

## années 30

Et même enchaînement implacable des conséquences ? Entre 1929 et 1933, les deux cinquièmes des banques américaines font faillite. Celles qui subsistent rationnent le crédit et mettent les entreprises aux abois. Les investissements sont interrompus, les personnels licenciés, les produits bradés. Aux Etats-Unis, l'activité baisse de plus d'un quart entre 1929 et 1933. Les prix plongent de 30 %, rendant le poids des dettes écrasant pour des ménages américains qui avaient acheté à crédit leur première auto et leurs tout nouveaux équipements électroménagers. Le taux de chômage dépasse 25 % en 1933. Quand la guerre éclate en 1939, le produit intérieur brut (PIB) du pays n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant la crise.

Mais heureusement, si les financiers ont la mémoire courte, on peut espérer que les politiques, eux, ont retenu la leçon. Avant de devenir président de la Banque centrale américaine, Ben Bernanke était un universitaire, spécialiste de la Grande Crise. Aussi sait-il

mieux que quiconque que c'est moins le krach boursier qui est à l'origine de la dépression que la réaction inappropriée des autorités. Leur première erreur avait été de laisser le système bancaire couler. Cette leçon-là, les gouvernements semblent l'avoir bien retenue...

Par ailleurs, le cadre global dans lequel ils opèrent est aujourd'hui bien différent. Les politiques de l'époque étaient en particulier ligotées par ce que Keynes a appelé les « *menottes dorées* », autrement dit, l'étalon-or. Obnubilées par la défense de la parité-or de leur monnaie, les banques centrales ont refusé de baisser les taux d'intérêt. Elles peuvent aujourd'hui manier l'instrument des taux d'intérêt comme bon leur semble en laissant les taux de change s'ajuster.

L'Etat est aussi devenu un acteur économique bien plus puissant qu'à la fin des années 20. Le budget fédéral des Etats-Unis ne représentait alors que 4 % à 5 % du PIB. Il en mobilise aujourd'hui un cinquième. Et l'équilibre budgétaire était alors sacro-saint, au



Rue des Archives/BPA

point que le président Hoover proposa, en 1930, de remonter les impôts, aggravant encore un peu plus la récession.

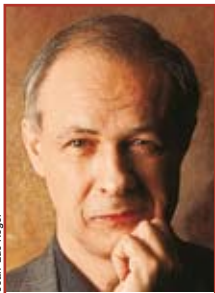
Autre différence : même si les institutions internationales mises en place au lendemain de la Seconde Guerre mondiale pourraient mieux fonctionner, elles ont le mérite d'exister. Si l'Organisation mondiale du commerce avait existé en 1930, le Congrès américain n'aurait peut-être pas voté les mesures protectionnistes du Smoot-Hawley Act, qui ont asphyxié les partenaires des Etats-Unis et provoqué une escalade des barrières commerciales.

**Panique après la faillite de l'American Union Bank, le 5 août 1931.** Les autorités de l'époque avaient laissé le système bancaire couler.

C'est en grande partie pour éviter le retour d'une grande dépression que les cadres actuels ont été construits. Ils prémunissent donc – dans une certaine mesure – contre la répétition des erreurs du passé. Mais cela n'empêchera pas les gouvernements, comme le note ironiquement l'économiste Brad DeLong, de faire « *leurs propres erreurs* ». ■

**ENTRETIEN** L'économiste Michel Aglietta revient sur l'impact de la crise sur la croissance et sur les nouveaux modes de régulation qui doivent émerger.

# « La crise d'un modèle de croissance inégalitaire »



Jean-Luc Roger

Michel Aglietta, conseiller scientifique au Cepii et professeur d'économie à Paris X\*

**La crise actuelle sonne-t-elle la fin du modèle de croissance observé ces vingt dernières années ?**

Oui. La libéralisation financière avait modifié la gouvernance d'entreprise et consacré la prépondérance de l'actionnaire : à partir de la fin des années 80, le *business model* des firmes a été orienté vers la « création de valeur pour l'actionnaire ».

Parallèlement, la mondialisation a vu son champ s'étendre avec l'effondrement de l'URSS et la montée des pays dits « émergents ». Ces deux phénomènes ont entraîné une transformation profonde de la répartition des revenus, et donc de la régulation macroéconomique de la croissance : l'ouverture mondiale crée un marché du travail beaucoup plus vaste, avec un excès global d'offre de main-d'œuvre, une accentuation de la concurrence sur le marché des biens, une forte pression sur les revenus salariaux, parallèlement à une extension du capital qui permet la hausse des profits. Le compromis qui avait été conclu dans les années d'après-guerre entre salariés et capitalistes a été brisé.

Les évolutions des salaires réels et de la productivité ont été déconnectées, entraînant une modification de la répartition des revenus. Comment entretenir dans ces conditions la croissance dans les pays riches ? Il a fallu déconnecter la dépense et le revenu, en stimulant la consommation par le crédit. D'où, aux Etats-Unis surtout, une baisse profonde de l'épargne et une hausse de l'endettement. De même, les entreprises ont cherché à travailler avec le moins de capital possible, pour en augmenter la valeur actionnariale. Cette hausse tendancielle de l'endettement privé sur longue période a

provoqué des crises intermédiaires, qui ont été étouffées par l'action des banques centrales, surtout celle de la réserve fédérale américaine sous Alan Greenspan. De sorte que durant ces vingt dernières années, le taux d'endettement global n'a jamais baissé.

Enfin, ce régime de croissance fondé sur la dette a été favorisé par l'innovation financière : on est passé d'un modèle où les banques portaient le risque des crédits qu'elles accordaient à un modèle de transfert du risque. Cette utilisation systématique des marchés dérivés a permis aux banques de libérer du capital pour faire plus de crédit, puisqu'elles ne por-

**La surveillance publique doit désormais s'exercer jusqu'au cœur même des institutions financières**

taient plus le risque. Ce fut surtout le cas des banques d'investissement indépendantes ou logées dans des groupes bancaires plus larges.

**Quelles vont être les conséquences de la crise pour la croissance ?**

L'ensemble des conditions de crédit va devenir durablement plus difficile parce que les banques doivent réduire la taille de leurs bilans et que des réglementations plus strictes vont se mettre en place. Par ailleurs, les agents non financiers vont aussi se désendetter. Le piège est une récession qui se nourrit d'elle-même par interaction entre la baisse des revenus et l'endettement. Elle ne peut être amortie que par la dépense publique. La sortie de la récession promet d'être une phase de croissance lente parce que l'élimination des mauvaises créances dans une crise bancaire prend entre trois et cinq ans, même si la crise est bien gérée par la puissance publique.

Au-delà de la crise, la réglementation financière est indispensable pour éviter les excès du crédit, mais elle ne suffira pas à refonder un système capitaliste capable de faire de la croissance régulière. La croissance ne pouvant plus être dopée par l'endettement, il va falloir que le revenu salarial se remette à progresser en ligne avec la productivité. Pour le dire autrement, le degré d'inégalité atteint dans les sociétés occidentales est devenu un frein à la croissance.

La prise de conscience commence : on voit les réactions provoquées par les excès de revenus des dirigeants et la dénonciation des effets pervers de systèmes de rémunération censés accroître la valeur actionnariale. Les gros investisseurs pourraient se rendre compte que leurs exigences excessives de rendement leur ont finalement fait perdre de l'argent...

La manière dont on a géré les économies au cours des vingt dernières années va être remise en cause. Des évolutions se dessinent, par exemple, en faveur d'un système d'assurance publique de santé aux Etats-Unis. La fiscalité est aussi un outil essentiel de la répartition des revenus : il faudra revenir sur les cadeaux fiscaux systématiques qui ont été faits aux plus riches pendant des années. Vers quel modèle allons-nous ? Il faut se souvenir que le New Deal n'a été qu'une succession d'expérimentations. Il n'y a pas eu de plan préconçu. La cohérence n'est apparue qu'a posteriori.

**Plus généralement, peut-on parler du grand retour de l'Etat dans les économies ?**

Pas comme propriétaire. Ce qui se passe aujourd'hui n'a rien à voir avec les nationalisations de 1981. Il s'agit d'une entrée temporaire dans le capital d'entreprises financières pour

leur permettre de renforcer leurs bilans ; les Etats tenteront ensuite de revendre au mieux leurs participations. Leur vrai rôle est d'imposer des règles de comportement aux institutions financières, car elles ne les adopteront pas spontanément. Le contrôle public doit être plus intrusif.

La crise a montré qu'il n'y a pas assez de contre-pouvoirs à l'intérieur des banques. Les Etats – disons les instances publiques de régulation – doivent agir afin que se mette en place une action correctrice précoce pour repérer les dérapages. Et veiller à ce que le contrôle des risques soit effectif. Pour cela, il faudra que la surveillance publique puisse s'exercer jusqu'au cœur même des institutions financières. Et que ce ne soient pas elles, comme hier, qui dictent les règles : aux Etats-Unis, les lobbies ont dépensé beaucoup d'argent pour faire annuler le Glass-Steagall Act (1) et permettre aux banques commerciales de faire le métier de banque d'investissement.

### La politique monétaire doit-elle également changer ?

On a compris que la stabilité financière ne pouvait pas être traitée au coup par coup, mais devait être une préoccupation permanente, dans tout le cycle. Alan Greenspan a géré l'instabilité financière de manière asymétrique. Puisque, dans sa logique libérale, les marchés s'autorégulent et que les crises sont exogènes, il fallait les traiter quand elles éclataient. L'expansion très rapide du crédit, à ses yeux, n'était pas une anomalie. Cependant, la Réserve fédérale américaine a fini par réagir : entre mai 2004 et le printemps 2007, elle a remonté son taux directeur de 1 % à 5,5 %. Mais elle n'a pas pu faire remonter les taux longs en raison de l'avalanche d'épargne, en provenance du reste du monde, qui se déversait sur le marché obligataire américain et alimentait la bulle immobilière. On s'est aperçu alors que la globalisation créait des mécanismes qui réduisaient l'efficacité des politiques monétaires nationales.

C'est une réalité dont les banques centrales n'ont pas encore tiré les enseignements. A partir de 2004, l'augmentation de la masse monétaire mondiale a été due, pour les quatre cinquièmes, à celle des réserves de change, et non à l'expansion du crédit intérieur. Cela veut dire que pour gé-



Marius - Libralimages Server

rer le cycle financier, les taux d'intérêt ne suffisent pas. Il faut un autre instrument : une provision en capital, dont le montant serait déterminé globalement, en fonction du rapport entre l'endettement total des banques et le produit intérieur brut (PIB) du pays. Cette provision, destinée à parer au risque systémique et à jouer un rôle contracyclique, serait répartie forfaitairement entre les banques. Il ne s'agit pas d'une régulation micro-

### Le vrai rôle des Etats est d'imposer des règles de comportement aux institutions financières, car elles ne les adopteront pas spontanément

économique comme les règles dites de « Bâle 2 », mais d'une politique macroéconomique, qui relève de la politique monétaire. Elle devrait donc être gérée par les banques centrales.

### Et au niveau international, quelles sont les régulations nécessaires ?

Ce qui est indispensable, d'abord, c'est l'universalité des règles imposées aux banques. Cela implique absolument de mettre les places *off-shore* [les paradis fiscaux] sous la loi commune. Sinon, les arbitrages réglementaires continueront. Ces règles doivent s'étendre aussi aux grands pays émergents. Mais il y a aussi un aspect macroéco-

**Supermarché aux Etats-Unis.** Ces dernières années, la croissance et la consommation des pays riches était soutenue par le crédit et non par la progression des salaires réels.

nomique à la coordination. La mécanique qui a mené à la crise était fondée sur l'accrochage des monnaies de ces pays au dollar. Or il y a des forces qui les poussent à sortir du système de change actuel. Ils ont besoin de retrouver un contrôle monétaire sur leur demande intérieure, mais ils ne le peuvent pas s'ils ancrent leur monnaie sur une devise étrangère.

La solution serait donc d'aller vers des changes plus flexibles. Mais cela veut dire aussi plus d'instabilité des changes, pas seulement entre les monnaies occidentales. De nouvelles crises pourraient advenir du fait du change si on ne coordonne pas mieux les politiques économiques. Se posera donc le problème de la gouvernance monétaire mondiale, ce qui pourrait être le rôle du Fonds monétaire international (FMI) ou d'un organe du type G7 élargi. ■ **Propos recueillis par Sandra Moatti**

\* A récemment publié *Désordres dans le capitalisme mondial*, avec Laurent Berrebi, éd. Odile Jacob, 2007.

(1) Banking Act de 1933 qui avait notamment instauré aux Etats-Unis une séparation entre les métiers de banque de dépôts et de banque d'investissement.

www.alternatives-économiques.fr

Une version longue de cet entretien est disponible sur notre site, [www.alternatives-économiques.fr/doc40480](http://www.alternatives-économiques.fr/doc40480)