

EPI - 4 février 2009

Jacques Gavoille

## LA CRISE

### *Sommaire*

Les grands traits de la crise actuelle	1
<b>I. LE CONTEXTE</b>	<b>2</b>
1°) La croissance capitaliste	2
2°) Les changements des années 1970 à la fin des années 1980	4
3°) Une mondialisation financière d'une ampleur inconnue	5
4°) L'instabilité chronique depuis la fin des années 1980 : banques, bourses, monnaies	6
5°) Les responsabilités	8
<b>II. LA CRISE DE 2007-2008</b>	<b>11</b>
1°) Le déclenchement : la crise des « subprimes » (été 2007)	11
2°) La crise générale du crédit (été 2007-été 2008)	12
3°) La panique de l'automne 2008	13
4°) L'extension de la crise bancaire à d'autres secteurs	14
<b>III. INTERROGATIONS (DEBUT DE 2009)</b>	<b>15</b>
1°) À court terme, les mesures de lutte contre la crise semblent aller dans le bon sens	15
2°) À moyen terme, on peut s'interroger sur l'efficacité de ces mesures	16
3°) À plus long terme, se pose la question du contrôle du capitalisme	17
4°) À quand une gouvernance européenne et mondiale ?	19
5°) Un changement de modèle est-il possible ?	20

### *Les grands traits de la crise actuelle*

\* Sa **nature systémique**. Elle est immobilière, bancaire, boursière, monétaire, puis économique, idéologique, sociale, pas encore politique<sup>1</sup>.

\* Sa **soudaineté**. On dit qu'elle a étonné tout le monde, sous le prétexte qu'on vivait une période euphorique mondiale (même si l'Europe paraissait un peu à la traîne). Pourtant, quoi de plus logique qu'à un boom succède une crise ? Et peut-on parler de

---

<sup>1</sup> Encore que de graves mouvements sociaux apparaissent en Islande, Grèce, Corée du Sud.

surprise quand, depuis 2005 surtout, des analystes, sans pouvoir donner de date précise à la crise, avaient montré le caractère non « soutenable » du système d'un strict point de vue capitaliste<sup>2</sup> et avaient décelé les signes annonciateurs qui montraient qu'elle venait « à petits pas »<sup>3</sup>

\* Son étonnante **rapidité de contagion** d'un secteur à l'autre et son **caractère mondial**, pour la première fois depuis la crise des années Trente à laquelle elle emprunte de nombreux caractères.

Il est encore trop tôt (février 2009) pour comprendre tous les mécanismes et pour en mesurer tous les effets. Mais on peut déjà avoir une idée de ses causes, de ses modalités, et des interrogations qu'elle suscite. **Est-ce la fin d'un cycle ou la fin d'une époque ? Est-ce la première crise générale dans la mondialisation ou la crise de la mondialisation ? En sortira-t-on par un replâtrage du système actuel** (ce qui conduirait à une nouvelle bulle...), **ou va-t-on vers une nouvelle forme de capitalisme d'État ?**

## I. LE CONTEXTE

### 1°) *La croissance capitaliste*

L'histoire montre qu'elle est **cyclique**. Pourquoi ? Selon les partisans du capitalisme libéral, les fluctuations sont d'origine exogène (produites par des événements extérieurs) ; pour beaucoup d'économistes critiques, les crises sont endogènes, consubstantielles au système capitaliste, qui avance grâce à la « destruction créatrice » (Max Weber)

**a) Les crises.** Elles sont un moment particulier des cycles (au XIXe siècle, ils duraient une dizaine d'années) qui comportent une expansion de plus en plus rapide engendrant un optimisme excessif, un ralentissement, une crise, une récession porteuse de pessimisme, une période d'assainissement et une reprise. Et cela recommence. Ces crises, très anciennes<sup>4</sup>, ont été souvent **passagères, localisées, limitées** (à la finance, à un ou plusieurs

<sup>2</sup> **Maurice Allais**, prix Nobel 1988 (*La crise mondiale aujourd'hui*, Éd. Clément Juglar, 1999) a souligné l'instabilité du système depuis le début des années 1880, liée au crédit et la totale libéralisation du mouvement des capitaux, à des produits de spéculation sophistiqués ; il a dénoncé une situation proche de celle de 1929 et préconisé de maximiser la croissance tout en réduisant les inégalités. Des prix Nobel d'économie récents ont été attribués à des penseurs très réservés à l'égard de l'ultralibéralisme : **Paul Krugman**, prix Nobel d'économie 2008. **Joseph Stiglitz**, *La grande désillusion*, Livre de Poche, et *Quand le capitalisme perd la tête*, 2003, Livre de poche, 7,5 €. Aussi, *L'Amérique que nous voulons*, Flammarion, 2008, 352 p., 22€.

<sup>3</sup> J.-L. Gréau, « L'irresponsabilité des marchés », *Le Débat*, sept.-oct. 2008, p.50.

<sup>4</sup> Par exemple, le prix de certains produits (marchandises, comme le bulbe de tulipe en 1636, ou papier financier comme celui de la Cie des Mers du Sud en Angleterre en 1721<sup>4</sup>) après avoir monté en raison de la demande, née de la confiance (crédit) et d'un engouement irrationnel se révèlent excessifs et s'effondrent

secteurs économiques, à des pays ou des zones bien précis) et elles ont été **régulées par le marché**, c'est-à-dire par le mouvement des prix lié à l'offre et à la demande. Plus rarement, elles ont été **violentes, longues et générales comme en 1929** et alors le jeu du marché n'a pas suffi à redresser la situation. A-t-on retenu ou volontairement oublié les enseignements des années Trente (causes du krach bancaire et boursier, de l'extension de la crise, New Deal de Roosevelt) ?

Les **paniques bancaires** sont un élément capital des crises actuelles. Les banques peuvent être spécialisées (banques de dépôt à court terme, banques d'affaires - ou d'investissement - pour le long terme)<sup>5</sup>. Mais souvent elles reçoivent des dépôts à court terme ou à vue (liquides) et font des investissements à long terme (non liquides). Ce système par nature fragile fonctionne selon la loi des grands nombres : il est admis que les déposants ne retirent pas leur argent en même temps, ce qui permet aux banques de ne conserver en réserve qu'une petite partie (ratio) des dépôts pour les retraits courants. La panique se produit quand il y a une crise de confiance générale, provoquée par la chute des cours de bourse, révélatrice des excès de la **spéculation**, c'est-à-dire d'une prise de risque excessive<sup>6</sup>. Hausse et baisse sont provoquées pour partie par des arguments rationnels : dans un cas, on constate qu'il y a une source de profit à tirer d'une activité dans une région du monde, dans l'autre, les actionnaires estiment que leurs revenus sont trop faibles par rapport aux sommes qu'ils ont engagées. Mais les mouvements sont amplifiés par l'irrationalité des acteurs cédant à un mimétisme contagieux (aggravé par la manipulation des esprits et le laxisme du crédit, car on spéculé le plus souvent avec de l'argent emprunté)<sup>7</sup>. Il faut donc constater que le marché financier n'obéit pas aux mêmes règles que le marché ordinaire<sup>8</sup>.

---

<sup>5</sup> Cette séparation a été imposée aux USA par le Glass-Steagall Act de 1933 (New Deal), afin d'éviter que des opérations à long terme risquées rendent impossible le remboursement des dépôts à vue ou à court terme. Cette législation a été abrogée en 1999 aux USA, ce qui a permis de grosses concentrations bancaires.

<sup>6</sup> Au sens originel, **spéculer** (à la hausse ou à la baisse) c'est **prévoir** la valeur future d'une entreprise représentée par les titres qui sont censés en représenter la valeur.

<sup>7</sup> Paul Jorion, « L'après-capitalisme s'invente aujourd'hui », *Le Débat*, sept.-oct. 2008. Selon cet auteur, le système fonctionne tant que les parieurs se répartissent à peu près également entre ceux qui parient à la baisse et ceux qui parient à la hausse. Mais il arrive que presque tous parient dans le même sens : si l'on croit à une croissance permanente, l'emballement devient excessif ou si le pessimisme gagne tout le monde, la contraction est exagérée. Il faudrait selon P.J. **une constitution pour l'économie** dans laquelle il serait dit : « les paris relatifs à l'évolution d'un prix sont interdits. »

<sup>8</sup> Le marché ordinaire, celui des biens et services, obéit à la loi de l'offre et de la demande : quand les prix augmentent trop, le consommateur réduit ses achats et les prix baissent. Au contraire, dans le marché financier, quand les prix des actifs (immobilier, action, or, dollar) montent, la demande augmente, car on anticipe une nouvelle augmentation génératrice de gains, et quand on a épuisé son épargne, on emprunte...

*b) Il existe aussi des « trends »* (tendances à long terme). Soit de hausse sur plusieurs dizaines d'années provoquée le plus souvent par des découvertes techniques (la vapeur, l'électricité, le système taylorien et fordiste des Trente Glorieuses, les technologies de l'information). Soit de baisse ou de longue stagnation en raison de l'obsolescence d'une technique, de guerres ou de changements monétaires, etc. Les **Trente Glorieuses** (1945-1975 environ) se sont caractérisées par une croissance forte et régulière (en partie fondée sur le rattrapage d'après-guerre) et par un système monétaire relativement stable fondé à Bretton-Woods<sup>9</sup> (taux de change fixes, convertibilité-or du dollar, Dollar Exchange Standard).

## 2°) *Les changements des années 1970 à la fin des années 1980*

### *\* Le tournant de 1973-1974, la fin des Trente Glorieuses*

Ponctuellement, c'est la crise pétrolière de 1973 (guerre du Kippour) qui en est rendue responsable. Mais, en profondeur, la croissance ralentit, le système fordiste est déjà en crise, le chômage monte, l'inflation (favorable aux emprunteurs) galope, accélérée par les chocs pétroliers (quadruplement du prix en 1973 puis doublement en 1979); l'État-providence ne peut plus faire face à ses engagements. Nixon met **fin au système de Bretton-Woods** : le dollar est détaché de l'or. On entre alors dans un non-système monétaire international où le dollar continue à jouer un rôle capital, sans contraintes désormais, ce qui permet aux USA de s'autoriser tous les déficits (des ménages, des entreprises, de l'État, du commerce extérieur), donc toutes les dettes, puisqu'elles se comptent en dollars.

*\* La victoire idéologique de l'ultra-libéralisme en Occident<sup>10</sup> dans les années 1980* et sa mise en œuvre par **Reagan** (1981-1988) et **Thatcher** (1979-1990) : remise en cause de

---

<sup>9</sup> 1<sup>er</sup>22 juil. 1944, trois semaines après le débarquement de Normandie, 735 délégués de 44 gouvernements invités par Roosevelt. But : éviter les errements des années 20 et 30, instabilité des monnaies et dévaluations de combat, fragmentation du monde par les pratiques protectionnistes, contrôle des changes. Opposition entre Keynes (Angleterre) et White (USA) qui l'emporte évidemment. 1°) Monnaies : la valeur de chaque monnaie se définira par rapport à l'or et au dollar, le seul à être convertible en or, avec une faible marge de fluctuation de 2%. 2°) Institutions : le F.M.I. dont la mission est d'aider les États en déficit momentané et la B.I.R.D. ou Banque mondiale qui accorde des prêts à long terme et faible taux pour le développement. Gros problème des quotas (contribution, droit de vote et montant de l'aide) qui donnent un rôle décisif aux USA. Dès la fin des années 1950, le système dysfonctionne : les USA ont un balance des paiements déficitaires et des réserves d'or en baisse rapide.

<sup>10</sup> On peut préférer le terme **d'ultra-libéralisme** pour cette période. En effet, le **néo-libéralisme** est autre chose. C'est un mouvement d'idées apparu dans les années Trente (avec le colloque Lippmann en 1938) pour défendre le libéralisme contre la montée des totalitarismes nazi et soviétique, par conséquent contre les économies dirigées, mais aussi contre l'évolution du capitalisme d'avant la crise de 1929 qui avait cessé d'être libéral, qui était dominé par la ploutocratie des monopoles, méprisait la protection du travail et des

l'État-providence, donc de la social-démocratie, car les grandes idéologies sont indistinctement économiques, sociales et politiques ; baisse des impôts ; confiance totale dans la liberté des individus et du marché qui est censé tendre spontanément à l'équilibre ; services publics délaissés au nom de la plus grande efficacité de la concurrence ; promotion de l'actionnaire ; mythe du propriétaire ; déréglementation notamment des marchés financiers et lutte efficace contre l'inflation, car la stabilité est favorable aux prêteurs<sup>11</sup>. **La « science économique »** va majoritairement dans le même sens, rompant avec le keynésianisme. Les Américains jouissent alors d'un grand prestige intellectuel. **L'objectif majeur est la croissance matérielle.**

\* **La chute du Mur et de l'URSS (1989-1991) supprime la principale alternative au capitalisme libéral et à la démocratie et élargit la mondialisation** (cf. Fukuyama, *La fin de l'histoire et le dernier homme*, 1992, aussitôt critiqué d'ailleurs). Le capitalisme de marché semble l'avoir emporté définitivement sur le capitalisme d'État selon le modèle soviétique, le seul connu, Chine et Vietnam étant alors des états de peu d'importance. L'apaisement des relations inter-étatiques semble confirmer le bien-fondé du retrait de l'État. L'ultralibéralisme pouvait déferler. Alors que pendant la guerre froide, les rapports de force entre les deux blocs étaient à la fois géostratégiques et idéologiques, on passe à un système mondial (économique, politique, social et culturel), que va peu à peu modifier l'ascension de la Chine différente sur les trois derniers points.

### **3°) Une mondialisation financière d'une ampleur inconnue**

Elle s'inscrit dans le mouvement des **idées : le commerce international** est *forcément* bénéfique, il faut donc réduire, voire supprimer tout ce qui l'entrave. Elle est rendue possible par le **progrès technique** dans tous les domaines, surtout dans celui des **communications** concernant les hommes, les marchandises, la pensée (révolution **informatique** : téléphone, ordinateur, Internet).

**La financiarisation** découle en partie de celle-ci. **La sophistication des instruments financiers** atteint des sommets<sup>12</sup>. Les transactions financières concernant l'économie réelle ne concernent plus que 2% du total. La part des profits du secteur financier aux USA passe

---

loisirs. Pour Lippmann, l'État, ne doit pas diriger mais contrôler par la loi, obtenir des moyens par l'impôt, réduire les inégalités...On est loin de Thatcher et de Reagan ! Si les maîtres de l'ultra-libéralisme comme Friedrich Hayek ou Milton Friedman apparaissent alors, ils ne sont pas représentatifs du néo-libéralisme. Cf. Serge DAUZIER, *Le Colloque Lippmann. Aux origines du néo-libéralisme*, Ed. Le Bord de l'eau, 2008, 354 p., 18 €.

<sup>11</sup> En 1982, la FED brise l'inflation (Paul Volker, président de 1979 à 1987) au prix d'une récession.

<sup>12</sup> Cf. B. Jacquillat et V.Lévy-Garboua, *Les 100 mots de la crise financière*, PUF, Que-Sais-Je ?

de 20 % dans les années 1970-1980 à 30 puis 40% au début des années 2000. Les **mathématiques** (l'économétrie) jouent dans ce processus un rôle considérable<sup>13</sup> ; la « science » économique, s'enfermant dans sa technique, quitte le domaine des sciences humaines (l'économie politique) ; mais finalement elle échoue à estimer correctement les risques. Étrange mélange d'idées économiques, d'observations empiriques et de rigueur mathématique !

**La montée des pays émergents**, notamment des BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) introduit des milliards de travailleurs dans l'économie marchande. Leur excès d'offre de marchandises puis de services (en 2008, la Chine exportait 45 % de son PIB<sup>14</sup>) répond à l'excès de demande des anciens pays industrialisés. Les USA accumulent les dettes qu'ils souscrivent auprès du Japon, des pays exportateurs de pétrole et des pays émergents, Chine et Asie du Sud-est. L'offre de travail devient elle aussi excessive, entraînant la faiblesse des salaires dans mes pays émergents et, par contre-coup une dévalorisation du travail dans les pays riches. Pour Immanuel Wallerstein, il s'agit d'une **mutation** du système capitaliste qui a toujours eu un centre et une périphérie<sup>15</sup>.

**L'instabilité monétaire** est la règle, même si en 1999, se forme la **zone euro** (monnaie unique et B.C.E.) où un régime de change fixe est implicite, l'euro flottant par rapport aux autres monnaies.

**N.B. : Les limites du libéralisme.** 1- Dans le domaine du commerce international, l'échec du cycle de Doha, révèle la force des patriotismes économiques. 2- Dans les pays émergents, l'action des États est capitale (politique industrielle, contrôle des mouvements de capitaux, faibles salaires sont les conditions d'une économie de l'offre).

**4°) *L'instabilité chronique depuis la fin des années 1980 : banques, bourses, monnaies***

Les banques ont rendu des services éminents au cours de la période de croissance, par leur inventivité, leurs méthodes de gestion du risque, des taux de change et des taux

---

<sup>13</sup> Mais il ne faut pas en faire un bouc émissaire, car un outil n'est pas responsable par lui-même Certains calculs sont sans doute erronés quand ils concernent de smouvements très désordonnés.

<sup>14</sup> J.-L. Gréau, *Le Monde* 27.1.2009.

<sup>15</sup> *Le Monde*, 12-13.10.08.

d'intérêt. C'est ce qui explique leur « arrogance »<sup>16</sup>, qui est à l'origine de scandales et de crises, les premiers apparaissant souvent à l'occasion des secondes.

\* **Les délits et les scandales** (pas nouveaux : cf. Balzac ou Zola). Il s'agit de bilans truqués, de faillites frauduleuses, de spéculations hasardeuses qui sont parfois (officiellement du moins) le fait d'un seul homme. Ils affectent une partie croissante de la population (la moitié de foyers américains possèdent des actions) ainsi que les politiques, parfois « mouillés » dans ces affaires<sup>17</sup>.

\* **La succession des « bulles » : l'instabilité permanente mais localisée**

De 1987 à nos jours, des crises se produisent tous les 3-4 ans<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> H. Bourguinat et E. Briys, *L'arrogance de la finance*, La Découverte, 2009. (selon Littré, « orgueil, accompagné de manières hautaines et de prétentions téméraires »)

<sup>17</sup> Quelques exemples restés célèbres : 1995 : un trader ruine la banque **Baring**. Décembre 2001 : **faillite d'Enron** (dissimulation d'une dette de 22 MM de \$, faillite de 60 MM de \$) : mise en cause des patrons malhonnêtes et loi Sarbanes-Oxley très sévère réformant la gouvernance d'entreprises (nouvelles règles, contrôle, sanctions) sous Bush ! 2004 : faillite de **Worldcom** (trou de 3,8 puis de 7,1 MM) : **Parmalat** (dissimule une perte de 10 MM d'€). Janvier 2008 : **Société générale**, où **Kerviel**, un simple courtier, mal contrôlé(?) déstabilise une banque tenue pour solide (50 MM d'€ en cause).

<sup>18</sup> - **1987 : Krach** boursier de New York du 19 octobre (le Dow Jones plonge de 20%) à la suite de la faillite des **caisses d'épargne américaines**. Les bourses mondiales chutent en moyenne de 20 %. Contre toute attente, pas de répercussions sur l'économie réelle, pour deux raisons : la crise se produit en période d'expansion sans inflation, et les banques centrales interviennent (début de la politique de Greenspan et mobilisation de l'argent du contribuable, il est vrai pour des organismes publics).

- 1990 : crise bancaire due à excès de crédit au **Japon**, qui subit ensuite une longue stagnation d'une dizaine d'années (l'indice Nikkei a perdu les 3/4 de sa valeur de 1989 à 2001) + crise de l'immobilier et crise bancaire en Europe : Suède, Espagne, Royaume-Uni, France (Crédit lyonnais).

- 1994 : Craignant l'inflation la FED augmente les taux d'intérêt et déclenche une crise monétaire et financière au **Mexique** ; Amérique latine est affectée ; le choc est violent mais court (plan de sauvetage américain et baisse des taux, d'où abondance des liquidités).

- juil. 1997-sept. **1998 : crise dite asiatique** (surinvestissement dû à l'abondance de l'épargne interne) provoquant une crise des changes qui se propage en Asie du Sud-est et en Amérique latine et Russie (celle-ci suspend le paiement de sa dette à la suite d'une dévaluation du rouble), ce qui met en quasi-faillite le **fonds spéculatif américain LTCM**. Selon certains, c'est une crise bancaire classique exacerbée (LCTM fut sauvé par de grandes banques internationales) ; selon d'autres, c'est plus compliqué et plus révélateur : excès expliqués par le sentiment d'impunité, par les garanties implicites de certains États et par les interventions malheureuses du FMI (qui impose de relever fortement les taux d'intérêt). Pour surmonter cette crise, ces pays se sont tournés vers l'exportation de marchandises, ont accumulé des dollars et sont devenus exportateurs de capitaux. C'est le moment où l'Inde et la Chine s'ouvrent au commerce international, provoquant la baisse de nombreux prix. Biens et capitaux se dirigent vers les USA.

- 2001-2002 : crise boursière américaine à la suite de l'éclatement de la **bulle Internet** (confiance dans le développement rapide des nouvelles technologies, hausse rapide de la productivité : de 1898 à 2000 le Dow Jones est passé de 8000 à 11000 points). La mondialisation s'exprime aussi par **le terrorisme : le 11 septembre 2001** comporte des conséquences économiques : crise de confiance, dépenses militaires, volonté de s'en sortir, d'où des prises de risques inconsidérées aux USA. Le scandale Enron, la guerre en Irak contribuent à provoquer un ralentissement économique en 2001-2003 (2001 : crise économique en Argentine).

**Cependant, l'économie (américaine surtout) résiste** aux chocs successifs, ce qui renforce l'optimisme général : après tout, c'est dans la nature du capitalisme de ne pouvoir se développer sans heurts.

### *5°) Les responsabilités*

#### *a) La politique des banques centrales*

Elles sont devenues théoriquement indépendantes. Leur mission varie selon les pays : la FED américaine (Federal Reserve Board) créée en 1913 a pour premier objectif la croissance économique, puis en 1978 un second la stabilité monétaire ; la BCE n'avait que le second (ce qui lui a été reproché). Selon M. Aglietta, les banques devraient contrôler la marche cyclique des affaires en fixant les taux de base, freiner la croissance dans la phase haussière du cycle et la soutenir quand elle ralentit, stagne ou décline. Or, la FED (Alan Greenspan de 1987 à 2006, le « magicien » !) a empêché toute correction par une politique fréquente d'argent facile : les liquidités déversées permettaient de sortir l'économie du marasme après l'éclatement d'une bulle, mais suscitant une confiance excessive, un sentiment de sécurité et d'impunité, elles provoquaient une nouvelle bulle.

#### *b) La voracité des individus*

Quelle fut la part des erreurs techniques et des erreurs voulues, du manque de maîtrise et des dissimulations ? Deux évidences : **l'arrogance** appuyée sur une technicité et une imagination débordantes, et **l'appât du gain** de la part de tous les intermédiaires qui n'hésitent plus devant des paris risqués. Courtiers, banquiers, traders sont payés (salaires, mais surtout bonus, etc.) en fonction de ce qu'ils rapportent à la banque, notamment en plus-value boursière (règne de l'actionnaire). Le court terme individuel l'emporte sur l'intérêt à long terme des entreprises et évidemment sur celui de leurs salariés. Évidemment, les gens ne sont pas plus cupides qu'avant, c'est le système qui leur donne des possibilités nouvelles de l'être.

#### *c) Les responsabilités du capitalisme financier*

L'actionnaire classique (celui de la théorie, qui investit à long terme) se préoccupe d'abord du bon fonctionnement de l'entreprise, de ses bénéfices, donc des dividendes versés. L'actionnaire-spéculateur achète, ou plutôt fait acheter les titres émis par une entreprise (que parfois il ne connaît pas), en attend une plus-value boursière, revend au bon moment, l'entreprise dût-elle en souffrir, voire en mourir.

Avant même la crise actuelle, les principes et les pratiques du capitalisme financier ont été dénoncés :

- Les banques travaillent le plus souvent à **crédit**, grâce à des instruments sophistiqués, notamment les « **produits dérivés** » (qui dérivent de produits classiques, devises, actions, obligations, etc.) : le système est fondé sur le transfert de risque. Il en est de même pour les **hedge funds**<sup>19</sup>, instruments d'investissement spéculatifs typiques de la période, qui travaillent beaucoup avec des produits dérivés et sont souvent inscrits dans des « paradis fiscaux » ou réglementaires<sup>20</sup>.
- La banque d'affaires, qui emprunte et prête à long terme, s'est mise à faire tous les métiers, y compris la spéculation ; leurs plus gros bénéfices viennent du **trading** (depuis la décennie 70, on spéculé sur les variations du cours de titres représentant des emprunts) ; les dettes deviennent ainsi des instruments de spéculation et non des actifs dont les détenteurs gardent la responsabilité. De prêteurs ou assureurs, les banques sont devenues des parieurs.
- Les sociétés de crédit immobilier (énormes parfois comme Countrywide Financial) travaillaient avec très peu de capitaux propres ; pour prêter, elles empruntaient l'essentiel. Pour obtenir des capitaux frais, elles revendaient les créances hypothécaires, les bonnes comme les plus douteuses, à des banques. Celles-ci fabriquaient des titres (« **titrisation** »)<sup>21</sup> dans lesquels les crédits pourris étaient mêlés à d'autres, ce qui disséminait, diminuait... et dissimulait le risque global. Ces titres, à la différence des crédits hypothécaires, pouvaient faire l'objet de transactions, étaient revendus à des investisseurs, compagnies d'assurances, sociétés d'investissement, « fonds de placement » du monde entier et ils n'entraient pas dans le bilan des banques qui n'avaient donc pas à constituer pour eux des réserves. (N.B. : tous les types de crédit peuvent faire l'objet d'une titrisation). Ainsi s'explique le **faible niveau de capitaux propres** des institutions financières (réserves immédiatement disponibles en cas de difficultés) contrairement aux règles

<sup>19</sup> Hedge veut dire « couverture », c'est-à-dire absence de risque. C'est le contraire qui est vrai.

<sup>20</sup> Les paradis réglementaires (Londres par exemple) imposent des règles très légères, les paradis fiscaux y ajoutent une fiscalité très faible.

<sup>21</sup> Dans le cas le plus connu, celui des **C.D.S.** (credit default swap), ils sont l'objet d'un contrat d'échange financier (swap) entre le possesseur d'un actif (acheteur de protection) et un assureur de risque (vendeur de protection) qui s'engage à indemniser le premier en cas de difficultés.

prudentielles<sup>22</sup>, ce qui permet des gains considérables par rapport aux capitaux engagés, crée de la valeur pour l'actionnaire, mais fragilise le système en cas de reflux de la confiance.

- Le rôle classique d'intermédiaires des banques (le face-à-face entre prêteur et emprunteur qui permet la connaissance des risques) s'est donc perdu au cours des années 1980. C'est la **désintermédiation** : en titrisant les prêts hypothécaires, les banques externalisaient les risques de prêteur, et les nouveaux prêteurs, n'ayant plus de contact avec le monde économique concret, finissaient par ignorer la composition du produit. Toute transparence disparaissait. Et comme ces titres étaient négociables, ils devenaient des instruments de spéculation. On a pu parler d'un « syndrome OGM » (ignorance du principe de précaution, absence de traçabilité) aggravé par une « mathématisation forcée » : la séparation entre l'initiateur du crédit et le porteur final du risque a été qualifiée de véritable « mutation génétique » du système bancaire<sup>23</sup>.
- Les **normes comptables** des entreprises (dites I.F.R.S.) selon lesquelles leur valeur est établie selon la valeur de leurs titres sur le marché boursier. Danger ! Car, en période haussière, elle est surestimée par rapport à la valeur réelle. Les banques comptent ainsi sur des garanties élevées qui n'existent pas. L'évaluation du risque de crédit ne se fait plus grâce à la connaissance approfondie du client mais selon des modèles mathématiques.
- Les **agences de notation** (trois principales, deux américaines et une européenne). Elles ont manqué d'informations, par exemple, elles ont considéré les subprimes comme des valeurs sûres jusqu'au printemps de 2007, six mois après la baisse des prix immobiliers ! Elles ont aussi manqué d'indépendance, puisque c'étaient les entreprises notées qui les payaient !

Ce système était à l'évidence très fragile, mais tous ceux qui en profitaient préféraient ne pas le voir.

---

<sup>22</sup> **Règles prudentielles**, dites de Bâle II : leurs fonds propres doivent couvrir leurs crédits dans le ratio de 8%, pondérés selon le niveau de risque.

<sup>23</sup> Henri Bourguinat et Eric Briys, *L'arrogance de la finance*, La découverte, 2008, 238 p. 17 € (*Le Monde* 27.1.09)

## II. LA CRISE DE 2007-2008

### *1°) Le déclenchement : la crise des « subprimes » (été 2007)*

**L'excès de crédit.** Les liquidités injectées pour réduire le krach Internet, l'afflux de capitaux asiatiques ont permis une expansion du crédit et une hausse des prix. Un **boom immobilier** a eu lieu partout, mais particulièrement aux USA (doublement des prix de 1897 à 2006), et aussi en GB, en Espagne. Il était fondé en partie sur des emprunts hypothécaires dits **subprimes**<sup>24</sup>, souvent très coûteux<sup>25</sup>, accordés et même proposés à des gens peu solvables (13 % de l'ensemble des crédits immobiliers, en 2006, 40 % des crédits hypothécaires). Le procédé, utilisé au début des années 2000, a fonctionné tant que les prix de l'immobilier augmentaient (la garantie hypothécaire se valorisait, les clients renégociaient leurs prêts sur une base plus avantageuse et même souscrivaient d'autres emprunts). Mais au premier trimestre de 2005, les mises en chantier de logements diminuèrent aux USA ; au quatrième, la hausse des prix de l'immobilier se ralentit, puis une baisse apparut ; pendant **l'hiver 2006**, les défauts de paiement des emprunteurs immobiliers se multiplièrent. Pourtant les prêts continuèrent, mais les plus lucides des prêteurs retirèrent leur mise, la bourse devint un peu fébrile, la crise couvait discrètement. Or, la bulle immobilière n'est **qu'un aspect de la super-bulle du crédit** à la consommation (cartes de crédit, crédit auto, prêts aux étudiants) et aux entreprises (rachat de leurs propres actions, achat d'autres entreprises, etc.).

**L'inégalité des revenus.** L'excès de crédit destiné à maintenir artificiellement la croissance avait aussi un avantage d'ordre social : il permettait d'en cacher le caractère profondément inégalitaire, en dissimulant la stagnation ou la diminution des revenus des classes moyennes défavorisées par le partage profit/salaires depuis le début des années 1880. Ainsi pouvait continuer le rêve américain.

---

<sup>24</sup> « **subprime mortgages** » (en dessous du premier choix) ou crédits hypothécaires à risques (en dessous du niveau de confiance normal) qui payaient un intérêt élevé de 4-5 points au dessus du taux normal, étaient à taux variable.. Ces crédits sont proposés par des courtiers payés à la commission.

<sup>25</sup> Ces taux étaient variables (selon le taux du marché monétaire, qui est passé de 2% en 2002 à plus de 5 en 2006), le remboursement du capital est différé les deux premières années, si bien que les remboursements des premières années étaient légers, puis ils devenaient très élevés. Ces prêts hypothécaires ont été d'abord réservés à des organismes parapublics, puis à partir de 2003 ouverts aux banques.

## 2°) *La crise générale du crédit (été 2007-été 2008)*

### **La crise bancaire de l'été 2007 et la contamination**

Les actifs sont dépréciés et le risque de défaut des débiteurs augmente (2 millions d'Américains sont incapables de rembourser leur crédit). En **juin**, deux fonds de la banque d'affaires **Bear Stearns** engagés dans les subprimes font faillite. Les banques européennes sont touchées par l'effondrement des produits titrisés qu'elles possèdent et par le retournement de leur propre marché immobilier. Manquant de liquidités, les banques ne prêtent plus et ne se prêtent plus entre elles (crédit interbancaire). **Le krach du crédit à court terme** (credit crunch) est révélée au grand jour le **9 août** par la **fourniture de liquidités aux banques** par la BCE qui réagit très vite (50 MM) puis par les autres banques centrales. Le 15 août, puis en décembre, Countrywide Financial se déclare en faillite (elle devient une filiale de Bank of America) : ses emprunteurs faisant défaut, elle entraîne dans sa chute ses prêteurs américains et étrangers.

Le 14 septembre 2007, la Banque d'Angleterre accorde un **prêt d'urgence** à la 5<sup>e</sup> banque du pays, **Northern Rock**, une banque régionale très cotée en Angleterre, victime des défaillances de ses propres débiteurs et de ses engagements dans les subprimes (des scènes de panique rappellent 1929 : des files de clients viennent reprendre leurs fonds). En février 2008, la Northern est **nationalisée** après faillite (50 MM de £). Même chose avec la banque régionale allemande **IKB** qui s'était engagée dans les subprimes en ayant recours à la compétence (!) de **l'Union des banques suisses** ; elle est secourue par ses homologues et par l'État fédéral. Les aides de la B.C.E, de la Banque d'Angleterre puis de la F.E.D. et de « fonds souverains » (d'État) ainsi que l'abaissement des taux directeurs suscitent un léger optimisme.

### **La rechute du printemps 2008.**

En mars, la banque d'investissement **Bear Stearns** menace de faire faillite, on étend alors le refinancement des banques de dépôt aux banques d'investissement (sans même connaître leur bilan !), puis Morgan Chase rachète à bas prix Bear Stearns en quasi-faillite (elle propose 2 \$ l'action seulement, puis 10 en mars contre 93 en février) grâce à un prêt d'État de 29 MM de \$ (non garanti). L'ensemble des pertes est évalué à presque 1000 MM ; en mai la FED a apporté 250 MM\$. En juin, **AIG** (la plus grande compagnie d'assurance au monde) annonce qu'une partie de ses fonds ne sont pas sûrs. En juillet, **Freddie Mac et Fannie Mae**, deux organismes parapublics de refinancement de crédits

immobiliers, supposés infailibles (ils rachetaient presque la moitié des prêts immobiliers des banques), doivent être sauvés en septembre par le Trésor et quasiment nationalisés. La BCE et la FED prennent en pension des titres pourris. Début 2008, des difficultés apparaissent chez les « rehausseurs de crédit » (« monolines »), des assureurs longtemps spécialisés dans les garanties aux emprunts immobiliers, qui se sont mis à assurer des produits titrisés.

Cependant, dans cette première moitié de 2008, comme on espère encore que la crise bancaire restera cantonnée, la spéculation se porte encore vers les matières premières ( les cours les plus bas de 2002-2003 sont multipliés par 4-5), vers le pétrole surtout et les denrées alimentaires. Se forme à nouveau une « bulle » qui éclate dès la fin de l'été, mais la croissance se ressent de cette hausse excessive.

### ***3°) La panique de l'automne 2008***

Survient le pire : les banques de Wall Street refusant de prendre en charge le sauvetage de la banque **Lehman Brothers** car elles comptent sur le gouvernement pour le faire, le Secrétaire au Trésor, Paulson, décide, pour l'exemple, d'abandonner cette banque, qui fait **faillite le 15 septembre 2008**. Mauvais choix ! Beaucoup de Sicav monétaires, considérés comme un placement liquide à court terme, détenaient de la dette de L.B. C'est la crise de confiance généralisée, l'aggravation de la crise de liquidité, qui aboutit au **krach boursier d'octobre** (le 10 : « vendredi noir »). Paulson, secrétaire au Trésor de Bush, décide de **nationaliser AIG**, de soutenir Goldman Sachs (son ancienne banque) et Morgan Stanley. De manière classique, les banques centrales abaissent leur taux directeur et fournissent encore d'importantes liquidités, ce qui ne fait pas repartir les transactions (les taux interbancaires atteignent en octobre 11%, soit 5 fois plus qu'en juin). Les États, pour conjurer la panique, renversent brutalement leur politique et prennent des initiatives sans précédent : ils aident massivement les banques à se recapitaliser et augmentent les garanties des dépôts des particuliers. Certains pays surendettés sont au bord de la faillite comme l'Islande. La crise s'étend à de nombreux **pays émergents**, avec lesquels le « découplage » espéré ne se produit pas : l'Amérique latine, l'Europe de l'Est ont de lourdes dettes, leurs exportations faiblissent, leur monnaie vacille.

Le 11 **décembre** éclate le **scandale Madoff**, une escroquerie classique (on paie des intérêts alléchants aux premiers souscripteurs avec l'argent des derniers), qui déclenche une forte défiance des épargnants à l'égard des gestionnaires de patrimoine.

#### *4°) L'extension de la crise bancaire à d'autres secteurs*

Parallèlement, fin septembre 2008, **les Bourses** plongent en raison de la débâcle de plusieurs institutions financières<sup>26</sup>. La défiance se répand chez les investisseurs qui craignent que plans de sauvetage et nationalisations ne suffisent pas (l'indice Dow Jones plonge de son maximum 14 000 en oct. 2007 à 8 500 en oct. 2008, soit de plus du tiers. (N.B. : après 1929, il a plongé de 89% mais en 3 ans).

**L'économie « réelle »** est touchée à son tour. Il faut en général de sept à neuf mois après une crise bancaire pour que surviennent ralentissement puis récession. Le mouvement des prix se retourne. Ceux des biens de consommation durable (immobilier et automobile) sont les premiers touchés, puis ceux des matières premières (1/3 globalement), du pétrole (75 %), des denrées alimentaires (blé 60 %), du fret maritime (80 %). Les prévisions de croissance du FMI sont revues à la baisse<sup>27</sup>. Montée du chômage, réduction des revenus et de la confiance font levier. Les médias ont parlé d'un « lundi noir » sur le **marché du travail**, le 26 janvier 2009. Les pays émergents sont soumis à la chute de la demande internationale.

La **filiation** est évidente. Les entreprises sont frappées directement par la rareté et la cherté du crédit à court ou long terme et par la dévalorisation de leurs actifs, indirectement par la rétraction de la demande déjà réduite par la hausse des matières premières, du pétrole, des denrées alimentaires fin 2007-1<sup>er</sup> trimestre 2008. Désormais, le renouvellement de certains produits est différé ou impossible, ce qui touche deux industries capitales la construction et l'automobile<sup>28</sup>. La menace de faillite pèse surtout sur les entreprises qui se sont le plus endettées, soit pour racheter leurs propres actions, soit pour acquérir des entreprises à « restructurer ». La transmission de la crise s'explique aussi par des facteurs d'ordre monétaire (dégringolade du dollar qui réduit les achats américains à l'étranger), social (chômage) et psychologique (épargne). Pourtant, **quelques secteurs s'en sortent bien** : Exxon avec des profits historiques de 45 MM \$, Mac Donald's avec 4,3 MM en hausse de 80%.

<sup>26</sup> Natixis, Crédit agricole/ Lloyds TSB/ Commerz Bank, Hypo Real Estate.

<sup>27</sup> En janvier 2009, 0,5 % de croissance mondiale pour l'année en cours contre 2,2 % en novembre.

<sup>28</sup> Mais dans ce dernier cas, il y avait, des difficultés avant la crise, une surproduction camouflée par des ristournes, des ventes non rentables aux sociétés de location, des profits surtout fournis par les pièces détachées et les occasions). En un an, GM, Ford, Chrysler perdent 18, 28 et 36 % de leurs ventes, les deux premières 73 et 53 % de leur valeur de capitalisation.

### III. INTERROGATIONS (DEBUT DE 2009)

Le **scénario gris est dépassé** dès l'automne 2008 quand on constate que « découplage » des pays émergents ne se produit pas.

#### *1°) À court terme, les mesures de lutte contre la crise semblent aller dans le bon sens*

Les leçons de l'après-krach de 1929 ont été retenues : il faut réduire le « credit crunch » (assèchement du crédit) engendré par le phénomène capital de l'« illiquidité ».

#### **a) L'action des banques centrales.**

Elle a été rapide, dès l'été 2007, la BCE ayant même précédé la FED<sup>29</sup>. Trois sortes de mesures, les deux premières classiques : 1°) **Injection de liquidités** même dans des institutions fragiles (500 MM de \$ d'août 2007 à fin juillet 2008). 2°) **Baisse du taux directeur** de refinancement des banques par la Banque centrale, inégal selon les pays<sup>30</sup> 3°) **Reprise partielle des actifs toxiques** (estimés aux USA à 2 ou 3000 MM de \$) selon plusieurs modalités : a) En les achetant (contre des obligations publiques plus solides) : c'est le plan Paulson - Ben Bernanke annoncé le 19 sept. 2008 : 700 MM de \$<sup>31</sup>. Mais comment fixer la valeur de ces actifs « pourris » ? b) En les garantissant sans fixer de valeur (plan Brown). c) En créant une « bad bank » qui les réunirait, les États prenant à leur charge une partie des pertes.

#### **b) L'action des gouvernements (à partir de la faillite de Lehman Brothers)**

- Se consacrer en priorité à la **crise bancaire** : 1°) En garantissant les actions des banques centrales dont les actifs se dévaluent. 2°) En recapitalisant les banques suivant des modalités différentes suivant les cas et les pays : nationaliser provisoirement, entrer dans leur conseil d'administration et édicter des règles strictes (Brown), devenir créancier sans être actionnaire ni imposer des règles drastiques (plan français d'octobre 2008, simple référence à la doctrine du Medef). Il faut remarquer que ces sommes énormes (1 800 MM d'€ dans l'U.E.) sont mobilisables en cas de besoin, mais non mobilisées immédiatement et qu'elles

<sup>29</sup> Son président est alors Ben S. Bernanke, un grand professeur d'économie spécialiste de la crise des années 30 : il explique la longueur et la profondeur de celle-ci par la politique monétaire restrictive (*Essays of the Great Depression*, 2001).

<sup>30</sup> De septembre 2007 à mai 2008, celui de la FED diminue de plus de 5 à 2%, celui de la BCE ne passant pas au dessous de 4% , ce qui entraîne la surévaluation de l'€.

<sup>31</sup> Moyen classique déjà employé pour sauver les caisses d'épargne américaines en 1989 et les banques japonaises dans les années 1990, mais les sommes en jeu sont ici beaucoup plus importantes.

seraient prêtées à des taux assez élevés. 3°) En élargissant la garantie des dépôts des particuliers (par exemple, dans l'UE de 20 000 à 50 000 €. (Sarkozy le 25 sept.)

- Traiter la **crise immobilière** : arrêt des saisies, aide à la renégociation des prêts, modification de la loi sur les faillites (interdiction de rééchelonner les prêts immobiliers).
- Créer de la demande globale par des **plans de relance** (grands travaux d'infrastructure, création d'une grande industrie de la dépollution, etc.)

c) Les « **fonds souverains** » sont appelés à la rescousse par les banques. Ils viennent particulièrement des états du sud et de l'est, qui ont bénéficié des balances négatives de l'Occident, pétroliers notamment (Moyen Orient surtout Abu- Dhabi, Russie), asiatiques (Singapour, Chine). Ils laissent espérer (M. Aglietta) que la globalisation ne sera pas balayée comme en 1933, même si le centre de gravité financier du système devait se déporter à l'est. Mais ces fonds suscitent des inquiétudes : ils peuvent se retirer, vouloir jouer un rôle actif là où ils sont actionnaires, et même tenter de s'emparer de secteurs stratégiques (énergie, aéronautique, défense).

### 2°) *À moyen terme, on peut s'interroger sur l'efficacité de ces mesures*

a) **Les banques.** Comme elles ne parviennent pas à se recapitaliser, elles ne financent toujours pas correctement l'économie<sup>32</sup>. Par surcroît, elles commencent à subir le choc en retour de la récession mondiale : leurs créances saines deviennent douteuses.

b) **Le mouvement des prix.** D'abord, un risque de **déflation** dû au manque de crédit et de pouvoir d'achat (moins grave là où existe une protection sociale comme en Europe). Or, la déflation freine les entrepreneurs et les acheteurs. Ultérieurement, il y a un risque **d'inflation** provoquée par les énormes déficits publics (aux USA, tout inclus, 10 % du P.I.B.) Dans ce cas, les gagnants sont les débiteurs, les États d'abord, heureux de réduire ainsi leurs énormes dettes, et les jeunes créanciers ; les perdants sont les titulaires de revenus fixes, notamment les retraités, et encore plus ceux qui n'ont pas de revenus réguliers. Troisième hypothèse, la **stagflation** qui conjugue atonie économique et hausse des prix.

---

<sup>32</sup> Le 19 janvier 2009, la Royal Bank of Scotland annonce des pertes de 28 MM de livres ou 30 MM €. Depuis 2007, les banques ont perdu 1 000 MM de dollars (janvier 2009). Selon d'autres chiffres, le coût de la crise est estimé à 1 400 MM en octobre 2008, à 2 200 MM en janvier 2009 (FMI), et même à 3 600 MM (selon le célèbre économiste américain Roubini).

c) **Les changes.** Les monnaies sont diversement exposées, aussi les variations de leur valeur permet à la spéculation de se développer. Déjà, les taux d'emprunts d'État sont plus élevés pour la Grèce, l'Espagne et l'Italie qui n'inspirent pas confiance<sup>33</sup>. Le scénario catastrophe serait la **cessation de paiement de certains États surendettés**. Le dollar est le plus exposé à cause des réserves de la Chine, mais l'euro est aussi menacé car les États agissent en ordre dispersé.

### *3°) À plus long terme, se pose la question du contrôle du capitalisme*

Certes, on assiste à un renversement brutal des pratiques, à certaines contritions, à l'acceptation de quelques règles nouvelles. Mais, au-delà, un New Deal peut-il s'imposer pour éviter que la sortie de crise n'engendre pas une autre crise ? Ce sera difficile car beaucoup d'habitudes et d'intérêts s'y opposent, trop de gens espèrent reprendre le « business as usual » et s'enrichir de manière démesurée.

a) **L'État, sa force, sa légitimité**<sup>34</sup>. Son intervention comme prêteur en dernier recours a eu lieu lors de chaque crise, mais ce fut le meilleur moyen de ne pas en tirer de leçons, car cette intervention crée « l'aléa moral » (quand on est assuré, on prend des risques inconsidérés). Mais la crise de 2007-2008 crée une situation nouvelle parce qu'elle a changé d'échelle et que les États sont affaiblis par leur colossal **endettement**. Le problème tient à la taille de la dette et non à son principe. En effet, l'État, disposant de l'impôt n'a pas à se comporter en bon père de famille ; il peut, si nécessaire, dépenser plus qu'il ne « gagne ». Évidemment, c'est le contribuable qui risque ensuite de se substituer au créancier, c'est l'appropriation des bénéfices et la socialisation des pertes ! **La répartition entre capital et travail de la richesse produite** est une question non seulement économique (solvabilité de la demande globale) mais éminemment politique. Le surendettement privé a été toléré, voire recherché : les théories de l'offre ont ainsi contourné l'affaiblissement de la demande en développant le crédit, devenu le fondement même de la mondialisation, alors que les revenus du travail auraient dû être indexés sur la productivité.

b) **Le rôle et le statut des banques centrales.** Leur rôle fondamental devrait être de susciter la confiance en privilégiant le long terme. C'est pourquoi les néo-libéraux ont voulu les rendre indépendantes du pouvoir politique trop soucieux du court terme électoral

<sup>33</sup> Grèce 1 % de plus que l'Allemagne, 1/2 % de plus que la France.

<sup>34</sup> Interrogation théorique : il faudrait savoir si son intervention est intrinsèque ou extrinsèque au capitalisme, s'il fait partie de l'autorégulation, autrement dit si sa logique est dans ou à l'extérieur du marché

et qui aurait été responsable de la forte inflation des années 1970 (elle ne préservait pas la valeur des gains financiers). Mais, finalement, ce rôle de stabilisation, les banques centrales ne l'ont pas joué, l'abaissement excessif des taux directeurs ayant provoqué les bulles immobilières et autres. Avec la crise actuelle, elles ont acheté des titres peu sûrs, elles ont été sommées de créer de la monnaie pour financer les déficits publics, par là même elles ont perdu de leur solidité et de leur indépendance (on sait que la BCE a mieux résisté). M. Aglietta suggère qu'au lieu de faciliter le crédit en période d'expansion comme elles l'ont fait, elles devraient jouer un rôle contra-cyclique en accumulant des réserves pour une éventuelle récession et en contrôlant les réserves des banques, ajoutant ainsi à leur fonction de stabilité monétaire celle de stabilisation financière.

**c) La réglementation des marchés du crédit.** (Les banques ne sont pas les seules concernées : compagnies d'assurance, fonds de pension, hedge funds, etc.) Avant tout, il faut **éviter la sous-estimation du risque** : proscrire la titrisation<sup>35</sup> ou lui donner une totale transparence en créant un marché secondaire ; obliger les banques à conserver dans leurs comptes les actifs correspondant aux prêts, donc à posséder des réserves suffisantes, ; ne plus évaluer leurs actifs à la valeur du marché. Une question débattue : faut-il revenir à la séparation des banques d'investissement et de dépôt ?

**d) Les agences de notation.** Elles doivent être vraiment indépendantes

**e) La réforme du gouvernement d'entreprise.** Il faut abolir tout ce qui favorise le court terme. Donc **réglementer les rémunérations** (salaires, mais surtout bonus, parachutes dorés, dividendes, stock-options, jetons de présence, avantages divers)<sup>36</sup>. Elles devraient être fonction des performances pluriannuelles et non des cours de Bourse immédiats. Les stock-options qui sont des pousses au crime doivent être supprimées ou pour le moins elles ne devaient pouvoir être réalisées que dans un délai de 4 ou 5 ans. On éviterait ainsi qu'il y ait souvent bonus et jamais malus, que l'on ne joue plus à « qui perd gagne ». **Les directions** seraient ainsi plus indépendantes des actionnaires surtout de ceux qui ne sont que de passage pour spéculer ; il serait aussi souhaitable que présidence du conseil d'administration et direction opérationnelle soient séparées en vue du débat et du contrôle, et que les membres dits « indépendants » ne soient pas choisis par le P.D.G. Dans le taux **d'imposition**, distinguer la part des actionnaires et la part du réinvestissement.

---

<sup>35</sup> Les dérivés de crédit sont échangés de gré à gré et ne passent pas par les marchés publics.

<sup>36</sup> À la fin du XIXe siècle, le banquier Pierpont Morgan considérait que les dirigeants ne devaient pas percevoir plus de 6 fois le salaire moyen. Actuellement les PDG en sont à 300-500 fois.

#### 4°) *À quand une gouvernance européenne et mondiale ?*

**L'Union européenne.** On y prend conscience de l'existence d'un système bancaire européen (fondé sur des filiales) lors des difficultés de Fortis et de Dexia<sup>37</sup> en sept.-oct. 2008. Mais la situation des États est très différente (notamment en ce qui concerne la dette publique), il n'y a pas d'uniformité en matière d'information, de contrôle, de budget, parce qu'il n'existe pas de gouvernement économique commun. Seul, s'imposait le Pacte de stabilité (déficit maximum de 3 %, alors que les USA en sont à 8), mais la crise le rend caduc. Certes, celle-ci pourrait offrir une occasion d'avancer dans la voie d'une plus grande solidarité. Mais...

**La gouvernance mondiale.** L'activité la plus mondialisée, la finance, n'est soumise à aucune règle mondiale. Or, pour être efficaces, la plupart des mesures étatiques devraient être prises **en commun**, l'autorégulation étant un mythe.

\* **La fin des paradis fiscaux et réglementaires** serait une **nécessité absolue**. Chacun la réclame, mais beaucoup d'hypocrisie règne à cet égard.

\* **Les taux de change.** Certains analystes souhaitent qu'ils se stabilisent et réclament un nouveau Bretton-Woods. Mais, la plupart des gouvernements ne se soucient que de coopération, le retour aux changes fixes ne leur paraissant ni possible, ni même souhaitable.

\* **Le protectionnisme.** Les années Trente ont montré le danger des nationalismes économiques ; aussi le G20 de Washington (15 nov. 2008) s'est-il engagé à ne pas créer de « nouvelles barrières aux investissements ou au commerce des biens et des services ». En réalité, le protectionnisme n'a jamais complètement disparu<sup>38</sup>. La crise le réactive dans les vieux pays industriels (pays de la demande) qui ont d'énormes déficits commerciaux à l'égard des pays de l'offre à bon marché. Quelques problématiques nouvelles : a) si les pays riches se protègent, ils accroissent la propension des populations pauvres à émigrer. b) Les actuels plans de relance (aux frais du contribuable) ne doivent pas servir à d'autres :

---

<sup>37</sup> Fortis (banque et assurance) : Belgique, Luxembourg, Pays-Bas. Les actifs sont partagés entre les Pays-Bas et BNP-Paribas. Dexia : surtout Belgique, Luxembourg, France, qui lui consacre 6,4 MM d'euros.

<sup>38</sup> On sait qu'il y a des manières classiques de contourner les principes libéraux sans appliquer des droits de douane. Il y a les mesures **d'ordre réglementaire** (pour des raisons bonnes ou mauvaises d'ordre sanitaire, écologique et social). La plus grave est la **dévaluation compétitive** contre laquelle le FMI est démuni. Or, il y a déjà des situations contestables comme le niveau du yuan chinois (cependant réévalué lentement depuis 2005), dénoncé par Obama en janvier 2009 (mais la Chine détient 700 MM de \$ soit 545 MM €). La £ est au plus bas face au dollar depuis 24 ans. Le rouble a perdu le quart de sa valeur en 2 mois et une dévaluation menace.

Obama veut limiter au travail national l'utilisation des fonds accordés par l'État. c) Il faut définir correctement le périmètre du protectionnisme<sup>39</sup>.

En gros, on sait donc ce qu'il faut faire. Le fera-t-on ? On ne peut guère compter sur les profiteurs de l'ancien système. Les États jouent un rôle important désormais, mais les États sont nationaux et l'on voit bien les difficultés de toute décision interétatique au moment où il faudrait des innovations au niveau mondial ou au moins européen. Or, certains gouvernements encore pénétrés de l'idéologie libérale, voudront-ils, sauront-ils, appliquer une réglementation efficace ?

**Question capitale** : les techniques de lutte contre la crise fondées surtout sur la reprise d'un crédit facile et un énorme endettement, ne reprennent-elles pas celles qui justement ont conduit à la crise ?

### *5°) Un changement de modèle est-il possible ?*

Quelles leçons tirer de la crise pour passer à une croissance plus harmonieuse ? Les mesures déjà prises relèvent-elles d'une idéologie nouvelle, ou sont-elles purement conjoncturelles ? On ne saurait encore le dire.

#### *a) La vulgate ultra-libérale est mise en cause, mais résiste*

**Vulgate** car il n'y a pas de pensée théorique bien constituée (même Milton Friedman n'a exercé qu'une influence limitée). Elle se distingue nettement de la pensée libérale classique et critique les programmes scolaires de sciences économiques trop réflexifs à son gré. Elle avance une idée simple : il faut accepter la nouvelle économie mondialisée comme un fait. Mais ses partisans passent sous silence trois problèmes cruciaux : 1) La gouvernance financière : selon eux, les crises seraient dues seulement à des causes extrinsèques au système, à des erreurs d'exécution, à quelques individus fautifs. 2) L'ouverture des frontières commerciales et la localisation actuelle des activités<sup>40</sup>. 3) La demande globale : le marché seul est incapable de produire la demande dont il a besoin, une demande sans endettement excessif.

---

<sup>39</sup> Selon Gréaux, la question du protectionnisme ne devrait se poser ni pour les produits primaires, ni pour les biens d'équipement, ni pour les investissements productifs, ni pour le savoir et la savoir-faire mais pour les produits manufacturés et les services intellectuels. Cela aurait entre autres avantages de rapprocher la production de la demande territoriale.

<sup>40</sup> Selon ses adversaires, la vulgate se distingue de la théorie de Ricardo des avantages comparatifs liés à l'ouverture réciproque.

Assiste-t-on à **la revanche de Keynes** ? Oui, au moins en apparence. La formule de Sarkozy : « L'idée que les marchés ont toujours raison est une idée folle » suscite ce commentaire d'un économiste : « Si j'avais dit la même chose, on m'aurait traité de bolchevik » ! Pendant longtemps, les « keynésiens » furent ostracisés dans le milieu universitaire, comme par exemple l'« école de la régulation » (Michel Aglietta), au sein de laquelle il existe des opinions diverses, mais de fortes idées communes : il y a besoin d'État, d'un contrôle externe, d'une prise en compte de la demande.

**Il reste de nombreux libéraux irréconciliables**, non seulement les profiteurs du système mais bon nombre d'analystes<sup>41</sup>.

***b) La crise économique peut être une chance à un certain nombre de conditions***

**Faire appel à d'autres ressorts psychologiques** que ceux du capitalisme financier. La **lucidité** appuyée sur l'expérience, les énormes erreurs commises au nom de l'idéologie ultra-libérale. **L'exigence morale** : « le travail sous toutes ses formes surtout à visée altruiste, est la seule justification de l'appropriation des richesses » (Attali) : on ne devrait pas pouvoir gagner beaucoup d'argent sans produire des biens réels et des services utiles. **L'imagination**, car il ne sera pas simple de réguler le capitalisme mondialisé.

**Faire passer la société avant le profit individuel à court terme.** Pour un grand rééquilibrage en faveur des services publics (Sarkozy reste fidèle à la vulgate, Obama s'en sépare : salaire minimum fédéral plus élevé, programme éducatif, impôt, santé, recherche). Contre l'aggravation des inégalités, non seulement par une redistribution après partage, mais par une participation avant (représentants des salariés, des sous-traitants, des consommateurs aux conseils d'administration, etc.)

---

<sup>41</sup> Pour eux, le mal serait venu surtout de la politique monétaire instable de la FED, donc de l'interventionnisme étatique (Pascal Salin, *Le Monde*, 1<sup>er</sup> octobre 2008). Pour d'autres comme Sarkozy, le capitalisme n'est pas mis en cause, mais il s'est dévoyé ; le dérèglement est la faute de responsables, de profiteurs qu'il faudrait punir. Nicolas Baverez (*Le Monde* 15 oct. et 17.12.2008) n'ose blâmer l'intervention des États, mais en montre tous les dangers et souhaite qu'elle s'arrête au plus tôt. Constatant que la France est moins touchée à cause d'un engagement moindre dans la mondialisation et la financiarisation, à cause d'un dynamisme économique inférieur et à cause de diverses protections sociales, il prévoit qu'elle ne saura pas profiter du retour de la croissance. Il récupère Keynes dont le but était effectivement de sauver le capitalisme : l'État ne saurait intervenir qu'en cas de crise, pour réanimer le marché, mais en se gardant d'intervenir dans son libre jeu, de le critiquer radicalement, de réhabiliter le protectionnisme et l'économie administrée. « Le libéralisme est une philosophie politique fondée sur le respect des droits de l'individu, mais aussi sur le primat de la décision collective [...] le libéralisme constitue le meilleur antidote à l'emballement des pulsions collectives et le meilleur guide pour reconstruire le capitalisme du XXI<sup>e</sup> siècle »

**Penser à la survie de l'humanité.** Les États, comptables du long terme doivent aussi prendre en compte les nouvelles données de la survie de la terre, dont les instruments pourraient servir à relancer un nouveau trend de croissance.

**Rétablir l'état de droit,** mis à mal par le capitalisme (actuellement les contribuables paient les bonus des banquiers responsables). Le marché a besoin de règles juridiques, car, par lui-même, il n'est producteur ni de morale ni de droit. C'est à l'État de droit de réglementer le droit de propriété, d'établir les règles de la concurrence, l'indépendance des agences de notation, des salaires décents et des commandes publiques. La démocratie est mise à mal, car elle inscrit le droit dans des frontières, alors que le marché est mondial (celui des capitaux, mais aussi des techniques et du travail) et qu'il n'y a pratiquement pas de droit mondial. Selon Attali, le marché alloue les biens privés, l'État distribue les biens publics, le premier favorise la formation d'une couche d'« initiés », détenteurs exclusifs de l'information que ne possèdent à ce degré ni les salariés, ni les investisseurs ; l'État a pour tâche de fixer un contrat social. Pour sa part, George Soros affirme que « le capitalisme a besoin de la démocratie comme d'un contrepoids, parce qu'il n'a pas de propension à l'équilibre ».

**Enfin, la crise remet en cause une conception de la civilisation** à travers la morale, la démocratie, la société, l'idée que l'on se fait de l'individu<sup>42</sup>, le droit à l'information, le droit de propriété, la conception de la richesse, etc. La recherche d'une économie humaniste oblige à rappeler à l'analyse économique (la « science » économique) qu'elle ne doit pas se couper de la philosophie morale et de la philosophie politique<sup>43</sup>.

### **Bibliographie**

Michel AGLIETTA, *La crise. Pourquoi en est-on arrivé là ? Comment s'en sortir ?* Michalon, novembre 2008, 126 p., 14 €.

Jacques ATTALI, *La crise et après ?*, Fayard, novembre 2008, 200 p., 14 €

Michel BEAUD, *La pensée économique depuis Keynes*, Seuil 1993.

---

<sup>42</sup> L'individu est accablé par le capitalisme d'un certain nombre de pathologies sociales. Cf. les ouvrages de l'allemand Axel Honneth : *La lutte pour la reconnaissance*, Cerf, 2000, 232 p., *La société du mépris*, La Découverte, 2006, 347 p., *La réification*, Gallimard NRF.

<sup>43</sup> Jean-Paul Maréchal, *Humaniser l'économie*, Desclée de Brouwer, 2008, 276 p.

Henri BOURGUINAT et Éric BRIYS, *L'arrogance de la finance. Comment la théorie économique a produit le krach*, La découverte, 2009, 338 p., 17 €.

Bernard JACQUILLAT et Vivien LEVY-GARBOUA, *Les cent mots de la crise financière*, PUF, Que sais-je ?, 2009, 125 p.

Paul JORION, *La crise. Des subprimes au séisme financier planétaire*, Fayard, 2008, 344 p.

Bernard PERRET, *Le capitalisme est-il durable ?* Ed. Carnets Nord, 2008, 212 p., 19 €

Revue *Alternatives économiques*, notamment, nov. 2008.

Mensuel *L'Expansion*, hors-série, avril 2009.

« Le krach du libéralisme », *Manière de voir. Le Monde diplomatique*, n° 102, déc. 2008-janv. 2009.