



La crise financière de 2007/08 a touché simultanément de nombreux pays et a conduit à une crise économique mondiale d'une ampleur inédite depuis la Grande Dépression. Son déclencheur a été une prolifération de produits financiers associés à des crédits immobiliers risqués. La crise a mis profondément en question la mondialisation financière. Celle-ci a dans une certaine mesure amplifié les risques liés aux activités des banques et des marchés financiers, et elle s'est en outre accompagnée de déséquilibres financiers majeurs entre grandes puissances économiques. La question des règles à appliquer à l'activité financière mondiale est cruciale pour canaliser les risques liés à la mondialisation.



La crise financière
de 2008,
une crise de la
mondialisation ?

En guise de préambule...

« Pour l'instant, on se serre les coudes, mais est-ce que ça suffira ? » Arnaud Lemoine, ingénieur chez Renault de 35 ans, résumait l'état d'esprit de nombreux salariés de Renault, qu'ils soient ouvriers ou cadres, au mois d'avril 2009. Au cours d'une réunion de direction, Arnaud apprend qu'afin de maintenir les emplois pendant la tourmente économique issue de la crise financière, les personnels du groupe au-dessus d'un certain salaire sont incités à réduire leur temps de travail, ce qui implique aussi une baisse de leur rémunération. « Ce n'est pas catastrophique, j'ai toujours un travail. Mais ça fait bizarre quand même. »

En ce même mois d'avril 2009, avant le « Printemps arabe », Ali El Awary, 43 ans, propriétaire d'un magasin de narguilés et d'artisanat oriental situé dans la rue El-Mouiz, dans le vieux Caire historique, fulminait contre sa banque. « Je voulais me diversifier en ouvrant un restaurant près de Zamalek. Quand j'ai parlé de ce projet à mon banquier il y a environ six mois, il était très enthousiaste. Mais depuis la crise, les banques ne veulent plus faire crédit. » Pour couronner le tout, avec la baisse du tourisme dû à la crise, son chiffre d'affaires avait baissé de 35 % en 2009. « Ça ne m'aide pas à défendre mon projet auprès des banquiers. Ils ont spéculé, ils se sont cassé la figure, et maintenant ils nous font payer pour leur chute. »

Pour certains, la réalité a été encore plus sombre. Ratty Sovath, 37 ans, ouvrière spécialisée habitant la banlieue de Phnom Penh, au Cambodge, a été licenciée, avec plus de 50 collègues, suite aux difficultés économiques de l'usine de textile où elle avait travaillé pendant plus de 10 ans. « Le directeur nous a dit que les commandes avaient baissé de moitié depuis six mois. Avec trois enfants à charge, il ne nous reste plus que le salaire de mon mari, qui travaille sur les chantiers. La vie va devenir très difficile. »

Ces trois situations dans trois différentes régions du monde ont une seule et même origine : la crise financière. Partie des États-Unis, elle a particulièrement surpris par sa synchronisation : elle a touché presque simultanément la plupart des marchés financiers de la planète, puis s'est muée en crise économique dans de nombreux pays. Et la reprise est encore cahotante, au mieux. Ceci a conduit en

premier lieu à mettre en cause les marchés financiers et le comportement des banques, mais aussi la mondialisation elle-même. Jusqu'ici, on pouvait considérer que les déséquilibres et l'instabilité engendrés par la mondialisation étaient le revers inévitable de la prospérité engendrée par l'ouverture des frontières aux échanges et aux capitaux. Le monde avait déjà connu de graves crises financières, dont le rythme d'apparition s'était accéléré parallèlement à la mondialisation (crise mexicaine en 1994, crise asiatique en 1997, éclatement de la bulle Internet en 2000, crise argentine en 2001). Mais elles étaient à chaque fois circonscrites à un pays, ou au pire à une région. Cette crise a semblé donner raison aux critiques les plus acerbes de la mondialisation, en mettant en péril l'économie de tous les continents. Ce chapitre examine le rôle que la mondialisation, et en particulier la mondialisation *financière*, a pu jouer dans la crise.

De la crise des *subprimes* au sauvetage mondial des banques, ou comment la prolifération de titres financiers « toxiques » a paralysé les banques partout dans le monde

Avant d'expliquer comment cette crise s'est propagée, en très peu de temps, à l'ensemble des pays de la planète, retraçons-en l'enchaînement. Les causes de la crise financière sont complexes, mais l'une d'entre elles a été un endettement excessif des ménages occidentaux, notamment américains, particulièrement pendant la dernière décennie. Résultant de ce contexte, le déclencheur de la crise a été la multiplication de crédits immobiliers accordés à des ménages à faible revenu, les fameux crédits *subprimes*. Leur spécificité : des taux d'intérêt élevés, et des périodes de remboursement longues, car ils étaient destinés à des ménages modestes, au risque d'insolvabilité relativement élevé. Les taux d'intérêt étaient très faibles les premières années, afin d'être attractifs pour les ménages concernés, mais augmentaient considérablement au bout de quelques années. Au début de la première décennie 2000, en pleine période de croissance américaine et de confiance des opérateurs économiques, les crédits *subprimes* ont connu un grand succès : ils

concernaient en 2006 près de 6 millions de ménages américains, pour la plupart à faibles revenus.

Or, ces crédits *subprimes* ont été convertis en titres financiers, qui ont été mêlés à d'autres crédits immobiliers plus sûrs et échangés sur les marchés financiers. Cette pratique dite de « titrisation » présentait le triple avantage d'être très rémunératrice pour les banques, de réduire pour elles les risques liés aux crédits immobiliers et de disperser ces risques à travers le système financier. Elle s'est considérablement accrue au cours des dix dernières années, et a été particulièrement favorisée à partir de 2004 par une série de mesures politiques (voir *De la crise à la reprise*, mentionné en fin de chapitre et dans la bibliographie). Les banques pratiquant de plus en plus une course à la rentabilité à court terme de leurs opérations financières, le volume et les échanges de ces titres se sont multipliés.

Du fait de l'interconnexion financière mondiale, que nous avons évoquée aux chapitres précédents, des titres liés aux crédits *subprimes* ont été accumulés dans toutes les banques et sur tous les marchés financiers de la planète. Le problème est qu'au bout de quelques années, de nombreux ménages souscripteurs de crédits *subprimes* se sont retrouvés en défaut de paiement, incapables de faire face à l'augmentation brutale de leurs remboursements au bout de quelques années. Ces défauts de paiement ont été amplifiés par la remontée des taux d'intérêt américains à partir de 2004, et par la baisse inattendue des prix de l'immobilier qui a suivi, à partir de 2006. Les titres associés à ces crédits ont donc très rapidement perdu de leur valeur. C'est à ce moment que les produits financiers complexes dont faisaient partie les titres adossés aux crédits *subprimes* ont révélé leur caractère toxique. Les banques n'ayant plus confiance dans les produits financiers disponibles sur le marché, elles ont stoppé leurs transactions. Une gigantesque paralysie financière a eu lieu, initiée par une crise interbancaire en juillet 2007. En conséquence, de grands établissements bancaires se sont retrouvés en situation de faillite ou de quasi-faillite.

Dès septembre 2007, la banque britannique Northern Rock est en proie à une panique bancaire, ses clients retirant massivement leur épargne en quelques jours. Courant 2008, d'autres établissements financiers en difficulté sont rachetés par d'autres, comme Bear Stearns par JP Morgan Chase en mars 2008 (avec le soutien de la Réserve fédérale américaine), nationalisés, comme Freddie Mac et Fanny Mae, mis sous tutelle par le Trésor américain, ou font faillite.

Le 15 septembre 2008, la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers va déclencher l'intervention d'urgence des gouvernements au chevet des autres établissements en passe de suivre le même chemin. Leur faillite aurait en effet été catastrophique pour l'économie tout entière. C'est ce que recouvre l'expression « *too big to fail* », qui qualifie les établissements trop interconnectés au reste de l'économie pour que les gouvernements puissent les laisser faire faillite.

L'intervention des gouvernements n'a pas empêché les répercussions de la crise financière sur l'économie « réelle ». Les faillites bancaires en cascade ont entraîné une pénurie de crédit, qui a grippé l'investissement et le fonctionnement des entreprises. C'est ce qui a plongé le monde dans une profonde récession économique, la première à toucher un aussi grand nombre de pays en même temps.

Une dispersion des risques en partie facilitée par l'interconnexion mondiale des banques et des marchés financiers

À quel point la mondialisation financière, c'est-à-dire les mouvements internationaux de capitaux, a-t-elle joué un rôle dans la crise ? Essentiellement de manière indirecte. Pour comprendre cela, il est intéressant de revenir sur trois phénomènes qui ont eu lieu en parallèle depuis les années 70.

Le premier phénomène remonte aux années 70, avec le **recours croissant aux marchés financiers, par le biais des actions, des obligations, etc., pour financer l'activité des entreprises**. Les marchés financiers, de plus en plus importants, ont nourri et fluidifié l'économie. Les États ont privilégié dès cette époque les théories économiques du *laisser-faire* et d'une régulation minimale des opérations sur les marchés pour optimiser l'allocation des ressources et encourager l'efficacité et la croissance économiques. Ainsi, progressivement, toutes sortes d'acteurs ont pu échanger toutes sortes de produits financiers sur les différents types de marchés financiers (voir le chapitre 4).

Parallèlement, **il est devenu possible d'effectuer des transactions financières sur les marchés de quasiment tous les pays**, les États appliquant aux échanges financiers internationaux les mêmes théories dérégulatrices que pour les échanges nationaux. Les frontières de la finance se sont évaporées. Ainsi, par exemple, le total des actifs détenus par des étrangers a plus que doublé entre 1990 et 2004, passant de 58 % à plus de 131 % du PIB mondial. Aujourd'hui, dans le monde, une action d'entreprise cotée sur quatre est détenue par un investisseur étranger. C'est trois fois plus qu'en 1990. Les produits financiers sont ainsi devenus de plus en plus mobiles à travers la planète, ce qui a rendu également les risques liés à certains de ces produits de plus en plus facilement exportables. Cette mobilité a été accentuée par les évolutions majeures de l'activité bancaire au cours de cette période.

Enfin, **les banques se sont de plus en plus internationalisées**. Tout d'abord, au cours des années qui ont précédé la crise, les banques se sont concentrées et internationalisées. Dans les années 90, les gouvernements encourageant la concentration des établissements nationaux, plusieurs pays ont vu émerger des géants bancaires. Ceux-ci ont accru leurs activités internationales, parfois à travers des fusions. Par exemple, en 2000, HSBC, grand groupe bancaire britannique, a acquis le Crédit commercial de France et s'est imposé comme le dixième groupe mondial en termes de capitalisation boursière.

Grâce au décloisonnement généralisé des marchés financiers, les banques sont devenues des acteurs mondiaux, finançant les activités des entreprises et des ménages partout dans le monde, et opérant sur tous les grands marchés financiers de la planète. Ainsi, la valeur des transactions bancaires internationales (prêts aux particuliers, crédits aux entreprises, etc.) est passée de 6 % du PIB mondial en 1972 à près de 40 % au début des années 2000. En 2005, l'exposition moyenne des grandes banques vis-à-vis de l'étranger atteignait 40 % du total des actifs.

Cette mondialisation de la finance s'est faite parallèlement à la montée en puissance de pratiques financières risquées. En effet, en même temps qu'elles se sont ouvertes sur le monde, les banques ont diversifié leurs activités. Pour soutenir la concurrence et accroître leurs rendements, les grandes banques ont étendu leurs activités à tous les métiers de la finance, y compris les plus spéculatifs et les plus risqués. Elles sont devenues des groupes multispécialisés,

orientés autant sur la banque de détail et ses produits bancaires traditionnels – crédits aux entreprises et aux particuliers, comptes bancaire, etc. – que sur les marchés financiers – gestion d’actifs, conseil aux entreprises sur les opérations boursière, etc.

D’autre part, pour réduire les risques de pertes de valeur des actions, des obligations et autres – les titres financiers étant caractérisés par leur volatilité – les banques ont créé des produits financiers de plus en plus complexes, initialement pour se couvrir contre les risques de pertes inhérents à la spéculation financière. Elles ont ainsi créé des instruments de couverture sophistiqués, les produits dérivés. Ce sont ces types de produits, entre autres, qui ont permis d’écouler une partie des titres *subprimes* risqués. « Petit à petit, les banquiers ont transformé leur rôle de preneur et de diviseur de risque en simple courtier – ou *broker* – de risques », résume l’économiste Olivier Pastré. Le marché des produits dérivés a ainsi atteint des montants vertigineux. En parallèle, les banques ont ainsi pris de plus en plus de risques, tout en retirant ces prises de risques de leurs bilans comptables, comme le leur permettaient alors les règles bancaires. C’est en partie ce qui explique qu’en 2006, par exemple, la moitié des crédits accordés aux particuliers américains l’ont été sans vérification des revenus.

Ainsi, on peut considérer que l’interconnexion inédite des banques et des marchés financiers mondiaux a contribué à accroître la dispersion des produits toxiques dans les banques du monde entier, et a donc aggravé l’ampleur géographique de la crise. Mais la mondialisation des banques et des marchés financiers n’est pas en elle-même la cause de la crise. Elle a d’ailleurs permis plusieurs décennies de croissance mondiale, en multipliant les opportunités de financement de l’économie réelle. Néanmoins, on peut considérer qu’un autre aspect de la mondialisation financière a favorisé la bulle financière qui a conduit à la crise : le déséquilibre des flux de capitaux entre pays émergents et pays développés, comme nous le verrons un peu plus loin.

La mondialisation financière a aussi favorisé plusieurs décennies de croissance mondiale

La crise ne doit pas occulter les effets positifs de l'ouverture des frontières aux flux de capitaux. Sans la libre circulation des capitaux instaurée progressivement à partir des années 70, les investissements étrangers, le crédit aux entreprises, la finance internationale n'auraient pas fertilisé l'industrie et le développement de nouvelles activités économiques dans un nombre croissant de pays. Les liquidités disponibles à travers le monde n'ont jamais été aussi importantes (voir le graphique). Cela a permis aux projets les plus audacieux de voir le jour. Les flux grandissants de capitaux à travers les frontières ont eu pour conséquence un abaissement du coût du capital (plus les liquidités sont abondantes, plus il est facile de financer des projets à moindre coût), un accroissement de l'investissement et des gains considérables de productivité.

De ce fait, dans les pays occidentaux, la mondialisation financière a permis de contenir l'inflation durant plus de dix ans. Pour certains, c'est l'un de ses principaux mérites. Les flux internationaux de capitaux assurent une abondance relativement constante de liquidités, ce qui permet aux banques de maintenir des taux d'intérêt bas. C'est ce qu'ont fait la plupart des banques centrales de la planète à partir de la fin des années 90. Les taux d'intérêt n'ont cessé de baisser depuis 1989 (voir le graphique).

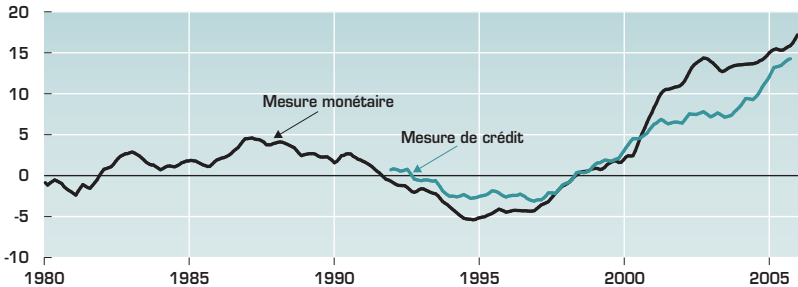
À cela se sont ajoutés les avantages liés à la mondialisation commerciale. Celle-ci, on l'a vu, a favorisé les importations de produits issus de pays en développement, peu chers du fait des faibles coûts de la main-d'œuvre dans ces pays et des économies d'échelle. Cela a également contenu l'inflation. En conséquence, les prix de toute une série de biens de consommation ont baissé. Se vêtir coûte moins cher qu'avant dans la majorité des pays européens. La baisse du prix des communications, des appareils électroniques et électroménagers, des téléphones portables et des ordinateurs a accru l'accès des populations les moins aisées aux nouvelles technologies. Le paysage s'est enrichi de nouveaux services et de nouvelles applications. Ceux-ci ont créé de nouveaux emplois. Certes, les prix n'ont pas baissé dans tous les domaines et dans tous les pays. Certains produits alimentaires, notamment, ont connu des hausses de



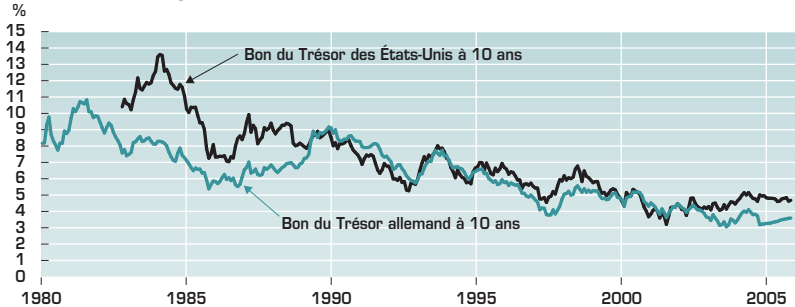
LA MONDIALISATION FINANCIÈRE : REMÈDE À L'INFLATION ?

a. Liquidité mondiale

Variation par rapport à la tendance de long terme, en %



b. Taux d'intérêt à long terme



À partir du milieu des années 90, la liquidité disponible à l'échelle mondiale a considérablement augmenté, très largement du fait de la mondialisation financière. Selon certains, cela a permis de réduire les taux d'intérêt, et donc de faciliter le crédit et l'activité économique. La crise financière de 2007/08 a remis en cause ce modèle, en manifestant les déséquilibres qui sous-tendaient cette liquidité abondante.

Source : Banque mondiale, *Global Economic Prospects 2007: Managing the Next Wave of Globalization*, Banque mondiale, Washington, p. 15.

prix préoccupantes. Mais au total, les prix sont dans l'ensemble demeurés stables ou ont baissé.

Les pays en développement, en particulier, ont bénéficié de la libre circulation internationale des capitaux. On l'a vu aux chapitres précédents, celle-ci est à la base du développement des pays émergents, même s'ils ont dosé leur ouverture selon leurs besoins et à leurs différents stades de développement. Les flux internationaux de capitaux ont permis à ces pays d'accueillir d'importants investissements directs étrangers et de financer abondamment leur activité économique. Ils ont également permis à ces pays de se constituer des réserves de change et d'épargne très importantes, afin notamment de se prémunir contre les graves crises qu'ils ont connues à la fin des années 90.

Cela dit, cette prudence financière a en partie favorisé des déséquilibres qui ont préparé le terrain de la crise mondiale actuelle. En effet, au-delà de la contagion des risques à travers tous les systèmes bancaires de la planète, un aspect de la mondialisation financière est plus profondément en question : les déséquilibres de flux financiers entre les grandes puissances économiques. Cet aspect de la mondialisation financière est l'une des causes profondes de la crise financière, dont la crise des *subprimes* n'a été que le déclencheur.

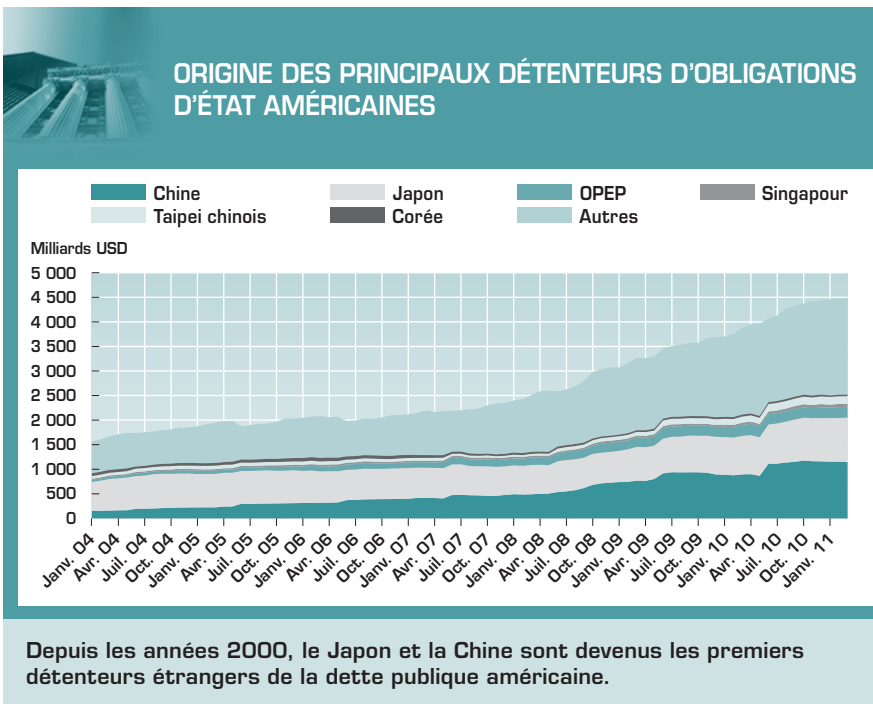
Un emprunt excessif favorisé par des flux de capitaux déséquilibrés entre pays émergents et pays développés

Si l'on regarde de plus près les mouvements internationaux de capitaux au cours des dernières décennies, il apparaît que l'abondance de liquidités disponibles qui a encouragé l'emprunt et les pratiques bancaires risquées a résulté d'un important déséquilibre des flux financiers entre les pays émergents et les grandes puissances occidentales.

On l'a vu, la crise financière a été déclenchée par l'impossibilité pour de nombreux ménages américains de rembourser leurs crédits immobiliers, ce qui a réduit à néant la valeur des titres financiers

adossés à ces crédits. La gravité de la paralysie financière intervenue quasi simultanément dans tous les pays s'explique par les montants vertigineux atteints par ces produits et les titres opaques de couverture de risques qui y étaient associés. Comment ces crédits et ces titres ont-ils pu atteindre une telle ampleur ?

Pendant des années, les ménages occidentaux, en particulier américains, ont emprunté aux banques pour se procurer les produits coûteux de l'*American way of life*, téléviseurs, véhicules ou logements, misant sur une poursuite de la hausse des prix immobiliers. Cette frénésie d'emprunt a été en partie permise par le maintien de taux d'intérêt très bas aux États-Unis pendant plusieurs années. Cela a été en partie voulu par la Réserve fédérale – la banque



Source : OECD Journal, *Financial Market Trends*, vol. 2008, n° 94, p.113, OCDE, Paris.

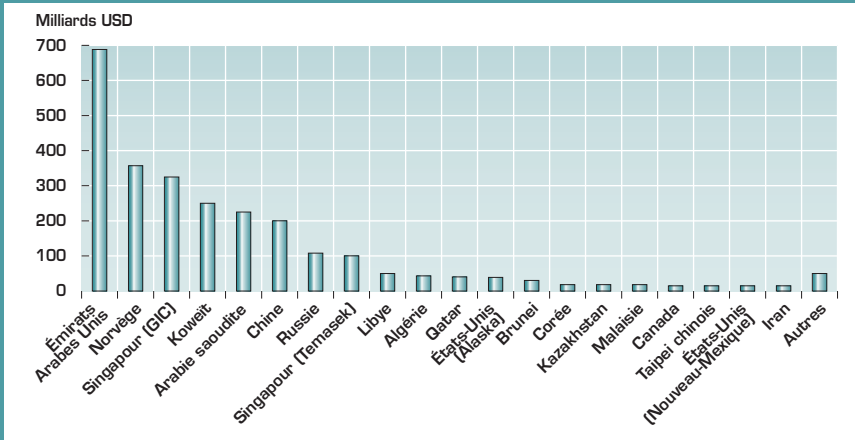
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932474689>

centrale américaine – et le gouvernement américain, désireux de relancer l'économie par la consommation, notamment pour redresser l'économie après l'explosion de la bulle Internet en 2001. Mais la faiblesse des taux d'intérêt a aussi été en grande partie le résultat « mécanique » de l'afflux de capitaux en provenance des pays émergents dans le système financier américain.

Pendant une vingtaine d'années, la libre circulation des biens et des capitaux a permis à ces pays émergents, d'une part d'accumuler de considérables réserves de change (majoritairement des dollars) issues de leurs exportations, d'autre part de placer les gigantesques surplus financiers issus de leurs excédents commerciaux dans les économies occidentales. Une partie de ces placements a consisté à acheter des bons du Trésor américain, considérés comme particulièrement stables. Cela s'est fait notamment par le biais de fonds d'investissement nationaux, les fonds souverains, dont certains, comme celui des Émirats arabes unis, pèsent plus lourd que l'économie de certains pays développés (voir le graphique). D'autres surplus ont été placés en participations dans le capital de grandes entreprises occidentales. L'abondance de liquidités qui en a résulté, à la fois dans les caisses de l'État américain et sur les marchés financiers occidentaux, a contribué à maintenir les taux d'intérêt très bas sur les marchés américains, poussant les ménages occidentaux à emprunter, c'est-à-dire à s'endetter, au-delà des capacités du système financier.

Cela a conduit de nombreux économistes à dire que pendant plus de 20 ans, les pays émergents ont financé l'endettement des ménages américains. Certains y ont vu une conséquence négative de la mondialisation financière. Mais est-ce la libre circulation des capitaux qui est en cause, ou bien le fait que cette libre circulation ne soit que partielle ? Cette question, dont dépendent en partie les réponses à apporter à la crise, fait débat (voir l'entretien avec Adrian Blundell-Wignall en fin de chapitre).

CLASSEMENT MONDIAL DES PLUS GRANDS FONDS SOUVERAINS



Les plus grands fonds souverains de la planète sont aujourd'hui contrôlés par les États producteurs de pétrole et quelques pays asiatiques, dont la Chine.

Source : OECD Journal, *Financial Market Trends*, vol. 2008, n° 94, p.121, OCDE, Paris.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932474708>

Des règles, oui, mais à quel niveau ?

« Les tensions liées à la mondialisation sont visibles partout. Au final, si les hommes politiques veulent que le système du libre marché fonctionne, ils devront faire en sorte que le multilatéralisme lui-même fonctionne. »

Philip Stephens, *Financial Times*, 18 septembre 2008

Bien que la mondialisation financière ait été porteuse de nombreux avantages au cours des 20 dernières années, la crise financière de 2007/08 a révélé des dysfonctionnements majeurs, tant sur le plan des activités bancaires et du fonctionnement des marchés

financiers que sur le plan des flux de capitaux entre les pays émergents et les pays occidentaux, qui se sont avérés profondément déséquilibrés. La libre circulation des capitaux à travers les frontières ne signifie pas nécessairement l'absence totale de règles.

Une coordination mondiale pour encadrer l'activité bancaire et les transactions financières

Face à la gravité de la crise financière, les États ne se sont pas contentés de renflouer les établissements financiers au bord de la faillite ou de leur apporter des garanties. Ils ont aussi cherché à prévenir le retour des crises en s'attaquant aux défaillances du système financier. Pour cela, ils ont exprimé un certain volontarisme politique, notamment en matière de coopération internationale. Ce volontarisme a été formulé dans le cadre du G20, dont l'avènement comme première enceinte de coopération internationale, succédant au G8, reflète le nouveau poids politique et économique des pays émergents.

Ainsi, suite aux sommets du G20 successifs, depuis ceux de Londres et de Pittsburgh en 2009, puis de Toronto en juin 2010 et de Séoul en novembre 2010, un certain nombre de mesures ont été prises simultanément. Par exemple, les États-Unis, l'Union européenne et le Japon ont tous introduit des réformes permettant de mieux contrôler les fonds spéculatifs (*hedge funds*), qui ont contribué à faire gonfler la bulle financière. D'autres chantiers ont été lancés par le G20 : limitation des bonus, règles de comptabilité bancaire, encadrement des transactions sur les produits dérivés, etc. Mais leur mise en œuvre dans les législations nationales continue à se faire à plusieurs vitesses, avec des différences importantes selon les pays. La coordination mondiale reste fragmentaire et insuffisante.

Or, cette coordination est particulièrement cruciale. En effet, l'activité financière étant très largement internationalisée, des discordances trop importantes des législations peuvent réduire à néant l'effet des législations nationales les plus efficaces. C'est ce qui a motivé le renforcement du rôle du Forum de stabilité financière, devenu en 2009 le Conseil de stabilité financière (CSF). Regroupant les autorités financières de 23 pays, dont les représentants des banques centrales et des ministères des Finances, ainsi que plusieurs organisations internationales et organismes financiers, le CSF vise à améliorer la coopération internationale en matière de régulation, de supervision et de contrôle.

Le Comité de Bâle, composé des représentants des banques centrales et d'autorités prudentielles d'un certain nombre de pays, joue un rôle similaire, circonscrit au secteur bancaire. Or, la crise a révélé non

seulement l'insuffisance du cadre régulateur dit de « Bâle II », mis en place depuis 2004, pour canaliser les risques liés à l'activité bancaire, mais aussi le fait que ce cadre *favorisait* ces risques, à travers ses règles comptables. Le projet d'accord Bâle III, censé entrer en application début 2013, met en place des règles qui visent à répondre à cela. D'autre part, suite à la crise financière, le Comité de Bâle s'est élargi, en mars et en juin 2009, afin d'étendre l'harmonisation des règles bancaires. Il regroupe aujourd'hui les représentants de 27 États.

Ainsi, une certaine coordination internationale en matière de régulation bancaire et financière se développe, même si la substance des règles et l'harmonisation de leur application reste sans aucun doute à améliorer.

Réformer le système monétaire et financier international pour corriger les déséquilibres

Le problème des déséquilibres financiers entre les pays émergents et les pays occidentaux, qui a provoqué l'endettement démesuré des ménages américains, nécessiterait quant à lui des réformes en amont de la régulation des banques et des marchés financiers. Les solutions à adopter sont encore largement discutées. Deux questions sont particulièrement débattues : d'une part, la réforme du système monétaire international, d'autre part, l'encadrement de la circulation des capitaux.

Pour de nombreux commentateurs, le fait que la Chine et d'autres pays émergents asiatiques contrôlent leur monnaie (et en fixent le niveau) alors que les pays occidentaux laissent leur monnaie flotter les unes par rapport aux autres (la valeur de la monnaie fluctue en fonction de l'offre et de la demande) biaise la mondialisation. Cela favorise en effet leurs exportations et contribue à aggraver le déficit commercial des autres pays ainsi que l'endettement de leurs ménages. La solution serait que les grands pays émergents, dont la Chine, laissent plus de flexibilité au cours de leur monnaie, dans l'esprit du système de flottement généralisé des monnaies caractéristique de l'ère post-Bretton Woods. L'économie est certes en grande partie mondialisée, mais dans certains domaines, elle continue à fonctionner à plusieurs vitesses (lire l'entretien avec Adrian Blundell-Wignall ci-dessous).

Le débat sur le contrôle des flux de capitaux est plus controversé. Certains pensent que la crise justifie un retour à un contrôle beaucoup plus strict des mouvements de capitaux par les États. C'est ce à quoi appelaient de leurs vœux, par exemple, les économistes Jean-Hervé Lorenzi et Olivier Pastré dans un article du *Monde* intitulé « Un nouveau Bretton Woods », publié fin 2008. Pour d'autres, c'est

au contraire le fait que la Chine, au-delà du cours de sa monnaie, contrôle les flux de capitaux issus des marchés internationaux, qui a faussé la mondialisation. Selon ces auteurs, tous les acteurs devraient jouer pleinement le jeu de la libre circulation, en même temps qu'ils devraient contrôler plus strictement certaines activités des banques et des marchés financiers (lire ci-dessous également).

Le débat est ouvert, mais quoi qu'il en soit, « les gouvernements du monde ne peuvent pas se permettre d'en rester au *statu quo* », comme l'a déclaré à plusieurs reprises le Secrétaire général de l'OCDE, Angel Gurría, après la crise. Or ces déséquilibres fondamentaux ne sont toujours pas résorbés, et d'aucuns y voient les risques majeurs d'une nouvelle crise mondiale à venir.

| Entretien | |
|--|--|
| <p>Adrian Blundell-Wignall, directeur adjoint, Direction des affaires financières et des entreprises, OCDE</p> <p>« Le problème de la mondialisation financière, c'est qu'elle comporte à ce jour des éléments rigides et d'autres souples. Certains pays contrôlent les taux de change et les flux de capitaux. D'autres laissent le marché libre. Ce décalage engendre des faiblesses structurelles. »</p> <p><i>Pour certains, la crise financière de 2008 est la première crise véritablement mondiale. La mondialisation est-elle responsable de cette crise ?</i></p> <p>Les distorsions au niveau de la régulation mondiale sont la principale cause de la crise. Pas les marchés mondialisés. Mais le processus de mondialisation n'a pas été mené de façon suffisamment équilibrée.</p> <p><i>C'est-à-dire ?</i></p> <p>Imaginez un barrage au-dessus d'un village. Le réservoir se remplit d'eau. Mais les murs du barrage sont mal construits. Ils comportent des failles. Quand la pression de l'eau devient trop forte, le barrage cède à ces endroits plus fragiles. Elle finit ensuite par tout dévaster. L'eau qui monte, c'est la prospérité générée par la mondialisation. Les murs du barrage défaillants, c'est le cadre de régulation à plusieurs niveaux. Le problème de la mondialisation financière, c'est qu'elle comporte à ce jour des éléments rigides et d'autres souples : certains pays contrôlent les</p> | <p>taux de change et les flux de capitaux, d'autres laissent le marché libre. Ce décalage engendre des faiblesses structurelles.</p> <p><i>Pourquoi ce décalage ?</i></p> <p>En 1973, quand les économies développées ont instauré un système de change flottant, un pays comme la Chine pesait économiquement moins que l'Australie. Si Pékin maintenait un régime de change fixe pour sa monnaie nationale, c'était relativement insignifiant pour l'économie mondiale. Entre-temps, toutefois, une partie de ces pays a commencé à s'industrialiser. Leur poids économique dépasse aujourd'hui celui des États-Unis. Dans ces conditions, la politique de change fixe de Pékin déséquilibre complètement l'économie mondiale. Ces dernières années, le yuan a été dangereusement sous-évalué. Le déficit commercial américain vis-à-vis de la Chine s'est creusé plus que de raison. Par ailleurs, grâce à leur régime de taux de change fixe, une partie de l'Asie et du Moyen-Orient a pu accumuler d'immenses réserves financières. Ils ont recyclé ces liquidités dans l'économie américaine, très ouverte. L'afflux de liquidités a poussé les taux d'intérêt américains vers le bas et a favorisé la formation d'une bulle immobilière. Les États-Unis n'avaient que deux choix possibles : laisser s'agrandir le déficit commercial ou faire remonter leurs taux d'intérêt. Mais cette dernière option aurait signifié entrer volontairement en récession. Aucun gouvernement ne souhaite cela. Le déficit américain vis-à-vis des pays émergents a donc continué à se creuser.</p> |

| Entretien | |
|--|---|
| <p>La Chine n'est pas la seule responsable de ce déséquilibre, si ?</p> <p>Alan Greenspan, le précédent président de la Réserve fédérale américaine, a trouvé une justification commode à une politique monétaire laxiste. Il a parlé d'une révolution productive. Pour lui, une nouvelle ère s'était ouverte avec la mondialisation et l'industrialisation de l'Asie. On importait massivement des produits de Chine. C'était l'effet Wal-Mart (Ndlr : première chaîne de distribution aux États-Unis, réputée pour ses prix très compétitifs). Le marché américain était ouvert. L'inflation était contenue. Mais tout cela s'est mis en place au prix, d'une part, d'un gigantesque déficit commercial et, de l'autre, d'une hausse du prix des actifs financiers à des niveaux astronomiques. C'était plus confortable de croire à la révolution productive, mais les lois de l'économie restent ce qu'elles sont. Alan Greenspan s'est trompé, c'est clair.</p> <p>Fallait-il obliger la Chine à respecter les mêmes règles du jeu que les autres en matière d'ouverture du marché des capitaux ?</p> <p>Les pays émergents auraient dû être associés davantage aux décisions des grandes institutions économiques internationales. Ils auraient dû obtenir le même nombre de voix au Fonds monétaire international (FMI), par exemple. En fin de compte, on aurait dû avoir une meilleure régulation et une meilleure gouvernance dans les pays occidentaux, qui ne crée pas de distortion. Dans le même temps, il fallait inclure les économies émergentes dans le dispositif de décision du système financier mondial. Bien sûr, cela impliquait d'abandonner quelque chose, mais c'était la voie à suivre, à mon sens.</p> <p>Lors des crises asiatique et russe, dans les années 90, les capitaux se sont retirés brutalement. Beaucoup reprochent au FMI d'avoir encouragé les pays en développement à libéraliser leur marché des capitaux trop vite. La Chine, l'Inde et quelques autres n'ont-ils pas fait le bon choix en maintenant quelques verrous ?</p> <p>Le libre-échange procure une certaine prospérité, mais il y a une contrepartie. Lorsque les excédents commerciaux d'un pays se traduisent par des déficits chez ses partenaires commerciaux, il faut financer ces déficits. On a alors besoin de la libre circulation des capitaux. L'impact des investissements directs étrangers sur la croissance chinoise va progressivement se réduire. C'est ce qui s'est passé au Japon et en Europe occidentale, après la période de très forte</p> | <p>croissance des années 50 et 60. Quand cela s'arrête, on se demande quoi faire. La phase d'industrialisation s'achève et il faut inventer autre chose. C'est là qu'on a besoin de l'ouverture des marchés financiers, pour remettre de l'huile et de l'innovation dans l'économie.</p> <p>La Chine ne pourra sans doute pas non plus y échapper. Mais la Chine contrôle les flux de capitaux et la valeur de sa monnaie. Les étrangers ne peuvent pas acheter leurs entreprises ni investir en bourse librement. Si les États-Unis empêchaient, de la même manière, les opérateurs chinois d'acheter des actifs américains, et de convertir leurs yuans en dollars, la Chine ne pourrait plus rien vendre nulle part. À terme, ce n'est donc pas une option.</p> <p>Dès qu'un problème survient à un endroit du système, il contamine l'ensemble en un clin d'œil. N'est-ce pas, malgré tout, le problème de la mondialisation financière aujourd'hui ?</p> <p>Je ne suis pas de cet avis. C'est comme si l'on disait que pour lutter contre une épidémie de grippe aviaire, il fallait retirer l'air qui nous entoure, car il transmet le virus. Si vous avez une crise de solvabilité majeure dans une institution présente dans le monde entier, celle-ci aura-t-elle des répercussions dans le reste du système ? Bien sûr. Mais la mondialisation n'est pas la cause des problèmes. Leur cause réside dans cette situation d'insolvabilité généralisée.</p> <p>Ne devrait-on pas prévoir des systèmes de sécurité pour éviter la contagion des problèmes à l'ensemble de la planète financière ? Comme les navires, qui ont des compartiments étanches...</p> <p>Si l'on menait des politiques fiscales et macroéconomiques sensées, l'ouverture des marchés financiers contribuerait à accroître la prospérité mondiale. Pour reprendre l'analogie avec le navire, mieux vaut d'abord un bon système radar et un bon navigateur.</p> <p>Si la mondialisation n'est pas en cause, quelles sont, selon vous, les causes de la crise du système en 2008 ?</p> <p>Il s'agit d'une combinaison de facteurs. D'abord, les banques ont changé de modèle économique. Jadis, elles prenaient des dépôts, les accumulaient dans leurs bilans. On mettait un peu de capital au milieu de tout cela, et elles prêtaient de l'argent. Les banques étaient des entreprises de bon père de famille, elles n'étaient pas prises dans des logiques de forte croissance à tout prix.</p> |

| Entretien | |
|--|--|
| <p>Mais vers 1995, la valorisation de l'action a commencé à primer sur tout le reste. Les dirigeants ont commencé à recevoir de très grosses primes, des <i>stock options</i>, calculés en fonction de l'augmentation du rendement pour les actionnaires. Il fallait pousser les retours sur investissement à la hausse. Les banques ont alors accru leurs activités de banques d'investissement. Dans les années 90, un intense <i>lobbying</i> a abouti à permettre à de grandes banques de développer ce type d'activité. L'avantage de ce métier est qu'il n'est pas soumis aux règles prudentielles de couverture en capital (Ndlr : qui visent à minimiser les risques d'insolvabilité de la banque). Le respect de ces règles coûte cher. Pour les banques, ce coût équivalait à une taxe. Ainsi libérées de ce coût, elles ont pu mener des activités de plus en plus rémunératrices, mais de plus en plus risquées aussi. Le mal est venu de ces activités très risquées et volatiles de banque d'investissement.</p> <p>Voyez le domino des banques touchées en premier par la crise financière de 2008. Il en est la démonstration. Cela a commencé avec la banque d'investissement Bear Stearn. Puis on a eu Lehman Brothers, Merrill Lynch, Citigroup et UBS. AIG, enfin, une compagnie d'assurance, entraînée dans la chute par sa filiale de banque d'investissement à Londres. Dans chaque cas, la chute est la conséquence du changement de modèle économique des banques et de l'intensification des activités de banque d'investissement.</p> <p><i>Vous avez dit que les problèmes découlaient d'une régulation et de politiques économiques défailtantes. Pourquoi n'a-t-on pas vu venir les excès liés à l'activité des banques ?</i></p> <p>Les grandes banques américaines gagnaient auparavant leur vie en vendant des titres hypothécaires à deux institutions soutenues par le gouvernement américain, Fanny Mae et Freddie Mac. Mais en 2004, le régulateur américain a limité leur capacité d'intervention. Les banques d'investissement ont joué un rôle majeur pour transformer des actifs hypothécaires en produits de placement qu'ils pouvaient ensuite commercialiser auprès de tiers. Or, le contexte était celui de la politique du « rêve américain », qui devait permettre à tous les Américains, même les plus pauvres, de devenir propriétaire de leur habitation. Les produits étaient toxiques. Voilà pour les politiques économiques défailtantes, notamment.</p> <p>En 2004, par ailleurs, le Comité international de Bâle, qui définit les règles bancaires prudentielles du secteur des banques au niveau international, a voté le nouvel arsenal de règles de solvabilité intitulé « Bâle II ». Les règles de Bâle II seront sans doute le cadre réglementaire à la durée de vie la</p> | <p>plus courte de l'Histoire. L'objectif était de rendre les banques plus solvables. Il a abouti à l'effet inverse. Bâle II a incité certaines banques à réduire leur capital pour accroître leur rendement par action. D'autre part, la réglementation les a encouragées à prendre davantage de risques. À un moment, le crash devient inévitable, et la contagion se propage au reste de l'économie mondiale. Mais de nouveau, le problème n'est pas l'air que l'on respire. Les problèmes viennent du poulailler infecté.</p> <p><i>Que faut-il corriger dans le processus de mondialisation financière ?</i></p> <p>On a clairement besoin d'une coordination internationale. Il y a un besoin et de l'espace pour un flux d'aide et de prêts aux pays en développement. La coordination mondiale nécessite de couvrir plus de thématiques. Mais elle doit être inclusive, avec un nombre de voix équivalent pour tous.</p> <p>Le processus de mondialisation a été mené de façon trop déséquilibrée. On ne peut pas continuer à exporter, à puiser dans les ressources mises à disposition par les marchés mondiaux de capitaux, sans accepter que le processus aille dans les deux sens. Une adhésion des principaux acteurs aux mêmes règles du jeu est nécessaire. Cela dit, je pense que le système financier mondial nécessite aujourd'hui plus de flexibilité. Certainement pas un retour au protectionnisme des marchés.</p> <p><i>Vous n'êtes pas favorable à un encadrement plus strict des flux de capitaux à travers le monde ?</i></p> <p>Non. Le modèle Bretton Woods n'était pas le paradis. Dans les années 70, les peuples de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) ont triplé. Cela a été à l'origine d'une crise majeure. La Bundesbank ne s'est pas réveillée un jour en 1973 en se disant qu'il fallait laisser les taux de change flotter. L'Allemagne perdait de l'or vis à vis des Etats-Unis. Il fallait financer la guerre du Vietnam, etc. De tous temps, nous avons connu des chocs. Ils ne sont pas nés avec la mondialisation et la libre circulation globale des capitaux. Au moment de la crise de l'OPEP, on avait ce cadre strict dont certains rêvent aujourd'hui. Résultat : nous avons connu dix années de rendements boursiers négatifs et une inflation massive. Les gens qui avaient des revenus d'intérêt fixes voyaient leur capital s'évaporer en trois ou quatre ans, du fait d'une inflation montant à 20 %. Ils ont perdu une partie de leurs retraites. La Bundesbank n'a pas contribué à stopper Bretton Woods par idéal. Ils l'ont fait parce qu'ils n'avaient pas le choix. Le manque de flexibilité rendait le cadre économiquement invivable. Sans une certaine flexibilité, le système ne résiste pas aux chocs.</p> |

Pour en savoir plus

OCDE

Sur Internet

Les travaux de l'OCDE sur les marchés financiers sont disponibles sur www.oecd.org/finance-fr.

Publications

Financial Markets Trends : Cette publication semestrielle offre des mises à jour régulières sur les tendances et les perspectives des grands marchés financiers internationaux et des principaux marchés financiers nationaux de l'OCDE et au-delà. Voir www.oecd.org/daf/fmt (en anglais uniquement mais résumés en français fréquents).

De la crise à la reprise : Cet *Essentiel de l'OCDE* analyse les racines de la crise de 2007/08, décrit la façon dont elle a contaminé l'économie réelle et montre comment les « répliques » de la Grande récession continueront à se faire sentir dans les années à venir.

AUTRES SOURCES

Des subprimes à la récession : Comprendre la crise (2009) : Cet ouvrage simple et clair publié par la Documentation française et France info explique les différentes étapes de la crise, ses répercussions concrètes sur les ménages et les entreprises, ainsi que les interventions des banques centrales et des gouvernements. Les suites de la crise sont également évoquées, ainsi que les réformes à mettre en œuvre pour éviter qu'un tel scénario ne se reproduise.

Malaise dans la mondialisation, Questions internationales n° 34, novembre-décembre 2008 : Cette revue de la documentation française regroupe des analyses claires et fouillées sur les questions liées à la crise et à la mondialisation financière, telles que les transformations du système monétaire international depuis le XIX^e siècle, la crise des *subprimes* et ses conséquences, l'intégration des marchés boursiers, le rôle croissant des marchés financiers dans le fonctionnement de l'économie mondiale, le blanchiment et la criminalité financière inter-

nationale, l'internationalisation de la dette publique. Les auteurs des articles sont des économistes, comme Jean-Hervé Lorenzi, Olivier Pastré et Dominique Plihon, mais aussi des analystes et experts de banques comme la BNP et des experts d'organismes publics tels que le GAFI.

Alternatives économiques : Spécial crise, n° 274, novembre 2008 : Dans ce dossier du mensuel d'actualité économique, les économistes Michel Aglietta, Christian Chavagneux et Sandra Moatti expliquent certains ressorts de la crise, notamment à travers la « machine à dettes », le sauvetage des grandes banques par les États, les chantiers de la régulation financière et la crise d'un modèle de croissance inégalitaire.

Sur Internet

The \$1.4 Trillion Question : Dans cet article de *The Atlantic Online* écrit lors des prémices de la crise, en janvier 2008, James Fallows, économiste et ancien conseiller économique à la Maison blanche, explique très clairement les mécanismes par lesquels la Chine épargne massivement le surplus de ses excédents commerciaux aux États-Unis, contribuant à un endettement des ménages américains à des niveaux risqués. www.theatlantic.com/magazine/archive/2008/01/the-14-trillion-question/6582/



Extrait de :
Economic Globalisation
Origins and consequences

Accéder à cette publication :
<https://doi.org/10.1787/9789264111905-en>

Merci de citer ce chapitre comme suit :

Huwart, Jean-Yves et Loïc Verdier (2012), « La crise financière de 2008, une crise de la mondialisation ? », dans *Economic Globalisation : Origins and consequences*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/9789264111929-9-fr>

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à rights@oecd.org. Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) info@copyright.com ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) contact@cfcopies.com.