

La crise financière mondiale, entre rupture et continuité

La Tribune, Hebdomadaire, Vendredi 27 avril 2012, n°3, p.31

Par Jean-Pierre Allegret,

économiste à l'UMR CNRS et à l'Université de Paris Ouest Nanterre La Défense.

Il vient de préfacer le livre « La Crise dans tous ses états », ouvrage collectif dirigé Yann Échinard et Fabien Labondance.

La crise financière mondiale ouverte en août 2007 avec l'effondrement du marché du crédit hypothécaire des ménages à risque aux Etats-Unis est une crise d'ampleur systémique. Comme toutes les crises de ce type, elle marque à la fois une rupture profonde avec « le monde d'avant », et se situe dans la continuité des mouvements observés depuis le début des années 90. Dit autrement, cette crise – majeure – peut être vue comme le dernier avatar d'une longue liste de crises ayant ponctué la libéralisation financière internationale.

Cette continuité–rupture s'articule autour de quatre thèmes principaux : les pays émergents, la régulation financière internationale, la gouvernance mondiale et enfin le déficit de construction politique au sein de l'Union européenne.

1 - Le développement des pays émergents

Depuis le début des années 90, l'économie mondiale est marquée par le poids croissant occupé par les pays émergents tant du point de vue de leur part dans le PIB mondial que de celui de leur part dans les flux commerciaux et financiers mondiaux. La crise a profondément accéléré ce processus de basculement du centre de gravité de l'économie mondiale. Cette accélération se manifeste dans la résilience accrue des pays émergents face aux turbulences financières mondiales. Alors que les années 90 avaient été marquées par une succession de crises dont les épicycles étaient situés dans des pays émergents, la crise financière liée aux subprime trouve son origine dans la première puissance économique mondiale. Il s'agit là d'une rupture importante qui a d'abord accentué une continuité. Cette dernière réside dans la persistance, puis dans l'accroissement, des écarts de croissance entre les pays développés et les pays émergents. Il est ici important de rappeler que, depuis le début de la décennie 90, ces derniers ont tendanciellement de meilleures performances en termes de croissance économique. La résilience nouvelle des pays émergents repose sur différents ressorts. Citons en premier lieu l'amélioration structurelle de leurs fondamentaux. D'une certaine manière, ce groupe de pays a appris et retenu les leçons des crises passées. Les déficits budgétaires et courants ont été réduits – à l'exception notable de certains pays d'Europe centrale et orientale et des pays baltes – et, dans le même temps, des réformes ont été menées pour asseoir la stabilité financière. En second lieu, pour les pays émergents producteurs de matières premières, il convient de souligner l'effet d'aubaine lié au boom des prix de ces produits de base. Beaucoup de pays émergents ont tiré profit de cette évolution pour « re-nationaliser » une partie importante de leur dette publique. Là encore, il est frappant de constater la différence de trajectoires entre les pays d'Amérique latine et les pays émergents d'Europe. Si les premiers ont dé-dollariser leur dette en émettant des titres en monnaie domestique, les seconds ont profondément accru leur endettement en devises.

Cet éclairage des conséquences de la crise financière mondiale ne doit pas pour autant sous-estimer les ruptures induites par celle-ci. Une des plus importantes est peut-être celle de la recherche d'un développement davantage auto-centré, c'est-à-dire moins dépendant de l'activité économique dans les pays développés. C'est ici que la thèse du découplage nous semble prendre toute son importance. La volonté d'un développement plus autonome a ceci de fondamental qu'elle passe par la constitution d'un marché intérieur dynamique. Or, celui-ci nécessite l'émergence d'une classe moyenne dotée d'un réel pouvoir d'achat. La question de la répartition

des richesses est donc posée en écho, question porteuse de transformations encore plus profondes, notamment en termes de processus démocratique.

2 - Une crise de la régulation de la finance mondialisée

La crise financière mondiale ouverte en 2007 a aussi révélé une crise de la régulation de la finance mondialisée. Il est alors apparu une continuité – préoccupante par certains côtés – des thèmes mis en avant pour stabiliser les systèmes financiers. Plus précisément, il est frappant de constater la proximité des thématiques mises en lumière après l'effondrement de Lehman Brothers le 15 septembre 2008, la crise asiatique et la quasi-faillite de Long Term Capital Management en septembre 1998. Dès ces années ont été mis en doute l'efficacité et la crédibilité des agences de notation. Les institutions financières internationales ont clairement identifié à ce moment-là l'impact déstabilisant de l'effet de levier. Le manque de transparence de certains marchés sophistiqués mais opaques a été souligné comme une des causes des crises financières. De même, les années 1997-2000 ont été marquées par une floraison de prises de position favorables aux contrôles sur les mouvements internationaux de capitaux, y compris au sein du Fonds monétaire international.

A nouveau ce panorama ne doit pas masquer les ruptures introduites par la crise, et ce, même si on est loin parfois des ambitions affichées initialement. Parmi ces ruptures, on peut faire référence à la reconnaissance effective de la politique macroprudentielle comme outil incontournable de la stabilité financière. La mise en place au sein de l'Union européenne d'un Comité européen du risque systémique doit ici être soulignée. Il convient aussi de mettre en avant les progrès réalisés quant à la régulation des fonds spéculatifs. Rappelons qu'après la faillite de LTCM très peu de choses avaient été faites. Enfin, avec Bâle 3, la politique microprudentielle connaît aussi des avancées importantes. Changement important, dans différentes publications, la Banque des règlements internationaux a reconnu que le coût d'une régulation plus stricte des banques était inférieur aux coûts macroéconomiques des crises financières systémiques.

3- Les limites de la gouvernance mondiale

La crise financière liée aux subprime a montré une nouvelle fois les limites de la gouvernance internationale. Là encore, la crise contemporaine fait un étrange écho avec les thèmes initiés lors de la crise mexicaine de 1994, qualifiée en son temps par le Gouverneur du FMI de l'époque (Michel Camdessus) de « première crise du 21ème siècle ». Cette crise avait alors enclenché une série de débats sur les biens publics mondiaux, la nouvelle architecture du système financier international et la place du FMI ou de la BRI dans la régulation de l'économie mondialisée. Les questions de la légitimité de ces institutions, plus particulièrement celle du FMI, et de l'articulation d'une gouvernance mondialisée avec les souverainetés nationales avaient été au cœur de nombreuses discussions. Force est de constater que la crise des subprime a remis au goût du jour ces questions.

De manière assez symptomatique, peu de ruptures nous semblent avoir été induites par la crise au niveau de la gouvernance mondiale. Certes, le « club » du Groupe des huit a été élargi aux pays émergents pour former un Groupe des vingt. Cependant, ce dernier souffre des mêmes limites que le premier : peu de décisions effectives sont prises à l'issue de ses réunions. La gouvernance du FMI reste déséquilibrée en faveur des pays développés. A ce niveau, les récentes tractations pour nommer un nouveau Gouverneur marquent de notre point de vue un réel recul. En effet, alors que l'on soulignait depuis plusieurs années la nécessité de confier la direction de l'institution de Bretton Woods à un représentant d'un pays émergent, c'est à nouveau un européen qui est amené à en prendre les rênes.

4 - Enfin le déficit de construction politique européen

Enfin, la crise financière a montré une nouvelle fois, à travers notamment la crise grecque, le déficit de gouvernement économique au sein de l'Union européenne. La question du gouvernement économique est récurrente depuis les années 90 et, a fortiori, le passage à l'euro. Sa

faiblesse, voire son absence, est sans doute liée à la croyance exagérée dans les vertus de la convergence nominale comme moyen de réguler « naturellement » les différences de conjoncture. Elle repose aussi sur la croyance dans la capacité des investisseurs à discriminer entre les pays émetteurs de dettes et donc à éviter qu'un endettement excessif apparaisse. La crise grecque montre qu'il n'en est rien. Cette crise nous semble marquer une rupture profonde pour l'Union européenne au sens où elle met l'Union à la croisée des chemins. C'est sans doute ici que le diptyque continuité – rupture est le plus marqué. Continué au sens où on retrouve le caractère inédit de la construction européenne avec une monnaie sans espace politique intégré. Rupture dans la mesure où la crise grecque interpelle le sens même de l'intégration, à savoir la solidarité entre les pays membres. Sur un plan technique, il est souhaitable de mettre en œuvre des mécanismes de surveillance plus contraignants pour les pays membres. Cependant, cette dimension, importante, ne doit pas faire oublier la vraie question : celle de la création à l'échelle de l'Union d'une entité d'émettre des titres publics comme l'Etat fédéral américain peut le faire. Si une telle solution était adoptée, la crise grecque déboucherait sur une rupture, mais celle-ci serait salutaire pour le devenir de l'Union.