

La crise financière

Quels prolongements géopolitiques ?

Pierre Lévy

Directeur de la prospective

Patrick Allard

Conseiller à la direction de la prospective

novembre 2008

La crise financière a mûri depuis l'été 2007 jusqu'à susciter au début de l'automne 2008 une panique générale, assombrissant brutalement les perspectives pour l'économie mondiale, ravivant la mémoire des pires moments des années 1930. La mobilisation, américaine, européenne et internationale a entraîné des réactions de politique économique inédites.

Les conséquences de la crise financière restent encore enveloppées de la plus grande incertitude, y compris sur l'économie mondiale. On peut cependant tenir pour certain qu'elles déborderont la sphère économique.

Accompagnée par un cortège de crises ou de phénomènes hautement anxiogènes – crise énergétique, crise alimentaire, crise climatique, renouveau des conflits armés – la crise financière aggrave un contexte général marqué d'incertitudes sur l'avenir, sur les rapports de puissance, réels et perçus, sur la pertinence du système multilatéral et le cours de la mondialisation.

Ces événements reflètent parfaitement l'état du monde, combinaison des forces de la globalisation, avec ses interdépendances, ses défis à la gouvernance internationale, et des logiques plus classiques de puissance, traduisant le "retour" de la géopolitique. La crise russo-géorgienne en constitue une bonne illustration avec ses caractéristiques du siècle dernier (les nationalismes, les tanks,...) et du XXI^{ème} siècle (les marchés financiers, les cyber-attaques,...).

Il paraît donc utile, dans la perspective du sommet du G20 à Washington le 15 novembre 2008, de prendre en compte la dimension géopolitique de cette crise. Il s'agit de répondre à un certain nombre de questions : quel sens donner à ces événements ? Quelles recompositions de la puissance entraînent-ils ? Quelles implications pour la gouvernance européenne et mondiale ?

Il importe de bien rappeler les enchaînements de la crise pour identifier les failles, appréhender les enjeux géopolitiques et définir des lignes d'action.

L'ÉVOLUTION DE LA CRISE

Une crise initialement bancaire et transatlantique

La crise financière est née simultanément aux Etats-Unis et en Europe : à cet égard, il s'agit d'une crise atlantique, comme il y a eu une crise asiatique en 1998, car les banques ont misé sur les mêmes produits financiers adossés au marché immobilier américain et ont eu recours aux mêmes procédés (création de structures hors-bilan, usage des garanties de défaut) pour financer l'expansion de leurs crédits, tout en contournant les règles prudentielles, sous le regard généralement indulgent de leurs agences de régulation.

La crise a révélé les failles et les vulnérabilités des mécanismes de diffusion du risque (titrisation, dérivés de crédit) qui l'ont dissimulé autant que dispersé, et favorisé une montée incontrôlée de l'endettement, procurant des rendements plus élevés (effet de

La crise financière : quels prolongements géopolitiques ?

levier) mais aussi une dangereuse montée de l'exposition au risque dans toutes ses dimensions (crédit, contrepartie, de marché), en cas de retournement¹.

La crise a également révélé que le recours massif à l'effet de levier n'était pas seulement le fait des banques américaines et européennes, mais aussi le fait des pays émergents, notamment des pays enrichis par le boom des matières premières.

Les pays émergents

Dans ces pays, où la base capitaliste est faible, où la sécurité juridique est insuffisante, dont l'épargne est captée par les élites et placée à l'étranger, mais qui offraient des perspectives de rendement élevé, selon un mécanisme rappelant le recyclage des pétro-dollars dans les années 1970, les banques et les entreprises non financières se sont endettées en dollars (souvent à moyen-terme) auprès des banques américaines et européennes, en tablant sur la dépréciation continue de la devise américaine et le renchérissement continu des prix des commodités, deux hypothèses démenties avec le développement de la crise. L'exemple des oligarques russes et de Gazprom, obligés de se tourner vers l'Etat pour refinancer leur dette, est une illustration de ce mécanisme. Le financement du boom immobilier chinois a reposé sur des bases semblables. Enfin, dans l'UE, certains nouveaux pays membres, attirant des prêteurs en quête de rendements élevés pour financer leur dette publique et leur déficit extérieur, ont gonflé leur endettement en dollars et en euros, s'exposant au risque d'une crise de change en cas de reflux des capitaux.

Le gel du crédit et l'impact sur l'économie mondiale réelle

En raison du rôle du crédit dans l'économie moderne, la crise bancaire a débordé sur l'ensemble des agents économiques, bien au-delà du secteur bancaire. De plus, du fait du poids de la région transatlantique dans l'économie mondiale réelle, de son rôle en matière d'innovation ainsi que de la profondeur et de la

1. Voir dans *Les Carnets du CAP* n°8, l'article "Subprimes, surprises...", pp. 167-177.

diversification de ses institutions et marchés financiers, la crise transatlantique fait sentir ses effets sur le monde entier, tant par le canal du crédit que celui des importations. Le gel du crédit a enclenché une spirale de destruction de valeur, qui force les banques, les agents financiers non bancaires, et les agents non financiers, entreprises et ménages à réduire sans cesse leur endettement pour rétablir leur situation patrimoniale.

Ces phénomènes se déroulent à l'échelle mondiale, sur l'ensemble des places boursières. Ils sont amplifiés, dans le cas des émergents, par de fortes pressions sur la parité de la monnaie nationale par rapport au dollar, sous l'effet d'une réduction de l'offre de dollar en provenance des banques américaines et d'une explosion de la demande de dollar, pour faire face au service de leur dette en dollar récemment accumulée et au retrait de capitaux.

De plus, dans le cas des pays émergents fortement endettés en devises ou présentant un fort déficit extérieur courant, ces phénomènes sont relayés par des enchaînements observés lors des crises précédentes : repli des capitaux étrangers et mouvement général de fuite vers la qualité, c'est-à-dire des titres publics émis par les Etats occidentaux, en premier lieu les Etats-Unis.

Les réactions des pouvoirs publics

Dès lors qu'elles ont ciblé la recapitalisation des banques et la relance du crédit interbancaire en plus de l'augmentation des liquidités procurées par les banques centrales, les réactions des pouvoirs publics des deux côtés de l'Atlantique ont endigué la panique et amorcé une stabilisation de la situation des banques et des marchés de crédit. La volonté de coordination affichée par les principaux pays, au plus haut niveau ainsi qu'à celui des instances monétaires, a adressé un signal favorable aux marchés. L'évolution des indicateurs du marché interbancaire et du marché monétaire montre une progressive normalisation des conditions du crédit, qui mérite d'être confirmée puis accentuée, pour se rapprocher de conditions normales (faible écart entre les taux interbancaires et le taux-cible de la banque centrale).

La crise financière : quels prolongements géopolitiques ?

DES CONSÉQUENCES INCERTAINES

A ce stade, deux scénarios semblent également possibles :

Un scénario gris

Les effets du processus de désendettement lié à la crise bancaire sont endigués par les mesures de politiques économiques mises en oeuvre par les gouvernements et complétées par des réformes de l'architecture financière internationale à venir. Dans ce cas, la relance, probablement très progressive, du crédit permet d'éviter la paralysie des échanges et contient la dégradation de l'activité réelle. La croissance de l'économie mondiale faiblit notablement, les pays développés connaissent une récession relativement profonde et durable tandis que la croissance des pays émergents se maintient sur des rythmes ralentis mais compatibles avec la poursuite du rattrapage de leur niveau de vie, sous condition d'un recentrage sur le marché intérieur.

Un scénario « noir »

La crise du crédit persiste et s'approfondit, conduisant à d'autres faillites d'agents économiques importants, provoquant de fortes pertes de patrimoine transformant le mouvement de désendettement en processus de déflation par la dette, entretenant la frilosité des consommateurs et des investisseurs. Dans ce cas, une dépression profonde et durable s'installerait provoquant sans doute une bouffée de protectionnisme et la dislocation de l'économie mondiale.

La possibilité du second scénario a justifié les comparaisons avec la crise de 1929. La vigueur de la réaction des politiques monétaires et l'intervention des Etats comme garants des banques semble avoir été suffisante pour endiguer l'enclenchement d'un processus de déflation par la dette. Il reste à renforcer la coopération des Etats, à court terme, pour conforter les mesures destinées à rassurer les marchés et les investisseurs ; à moyen terme, pour conjurer les risques de politiques non-coopératives, notamment dans la période à venir de retour à la normale de la politique budgétaire et financière.

LES EFFETS GÉOPOLITIQUES DE LA CRISE FINANCIÈRE

Le maintien du leadership américain

Un certain discours accrédite l'idée d'un basculement, marquant l'éclipse, voire le déclin définitif, des Etats-Unis. Ce discours se retrouve sans surprise dans la bouche, par exemple celle de Russes, de ceux qui font le parallèle avec un déclin dans le domaine politique. Cette interprétation est très contestable.

Pour l'heure, les événements des derniers mois ont montré que l'économie atlantique continue de donner le "la" à l'économie mondiale, dans la sphère financière comme dans la sphère réelle.

Au plan réel, le dynamisme de ses marchés scande le rythme de l'économie mondiale, tant pour les producteurs de commodités que pour les exportateurs de produits manufacturés ou de services marchands. Au plan financier, les systèmes légaux et les institutions de marché des pays de la zone atlantique en font les destinataires naturels des surplus d'épargne des pays émergents.

L'hypothèse du découplage de l'Asie et de l'Amérique latine, grâce à la croissance des émergents, a fait long feu. L'expérience a montré que la baisse de la demande intérieure américaine et européenne affecte la croissance dans les pays émergents et que leurs systèmes monétaires et financiers restent étroitement dépendants du dollar et des banques transatlantiques.

La décision, à l'automne 2008, de la Réserve fédérale d'établir des facilités d'échange de devises avec quatre banques centrales de pays émergents (Corée, Singapour, Brésil, Mexique), venant compléter le réseau d'accords conclus avec la BCE et d'autres banques centrales de pays développés, montre que la Réserve fédérale est aujourd'hui l'unique banque centrale des banques centrales et que le dollar est la monnaie de réserve universelle.

La crise financière : quels prolongements géopolitiques ?

Les « bulles » géopolitiques se dégonflent aussi

L'impact de la crise sur les pays émergents devrait contribuer à dégonfler certaines "bulles" géopolitiques, fondées sur des conceptions erronées de la richesse confondue avec les réserves de change, sans prendre en considération les faiblesses intrinsèques que révèle pourtant l'accumulation disproportionnée de réserves de change : absence d'ancrage monétaire autonome (Chine), dépendance à l'égard des prix des commodités (Russie, Amérique latine, pays du Golfe), caractère embryonnaire de la base capitaliste privée dans le pays (Russie, pays du Golfe). L'expérience montre que la fonte des réserves peut être très rapide (entre début août et fin octobre 2008, celles de la banque centrale de Russie ont baissé de 20%, de 600 à 485 mds USD).

Loin de se poser en solution de la crise financière, les pays émergents sont avant tout anxieux d'en limiter les effets sur leur croissance et, quand ils en possèdent, sur la valeur de leurs réserves en devises. Ils ont exprimé des préoccupations d'épargnants, enjoignant les pays développés à adopter les mesures nécessaires pour endiguer la crise. Typique à cet égard est la posture de la Chine, qui rappelle sans relâche qu'elle est un pays pauvre et en développement, qui se dit avant tout soucieuse de limiter les conséquences de la crise financière sur sa croissance réelle mais attend des Etats-Unis et de l'Europe qu'ils prennent les mesures nécessaires pour l'endiguer, montre sans ambiguïté son statut de puissance du *statu quo*, attachée au système économique et financier dont elle sait qu'elle tire bénéfice, tout en souhaitant conserver un rôle de partenaire passif, soutenant les projets de réforme sans souhaiter jouer un rôle de proposition. L'Inde est encore en deçà de ce positionnement passivement coopératif, et se réjouit seulement que ses banques soient trop peu modernisées pour être vraiment affectées !

Les effets en termes de comportement politique peuvent être ambivalents. La prise de conscience que "nous sommes tous sur le même bateau" peut tempérer les pulsions de puissance. On voit bien comment le discours russe a évolué en quelques semaines sous l'effet de la dégradation de la situation financière.

A l'inverse, le choix de cibles extérieures et l'aventurisme sont des dérivatifs classiques d'une situation interne dégradée. L'exemple de l'Iran vient en premier à l'esprit. Pendant un temps, Ahmadinejad a décrit la crise financière internationale comme un châtiment divin dont l'Iran était exempt. L'inquiétude est aujourd'hui réelle. La baisse des cours des matières premières a fait chuter la bourse de Téhéran. Mais, surtout, elle compromet le financement du budget de l'Etat, vecteur de la politique populiste du régime. Les risques de dérapage sont d'autant plus grands à l'approche de l'élection présidentielle du printemps 2009, dans une période où la nouvelle administration américaine prendra ses marques.

L'avenir à moyen terme : l'économie réelle

Aucun des deux scénarii envisagés plus haut n'est porteur d'un déclin irrémédiable de la puissance économique américaine.

Dans le scénario "gris", la flexibilité de l'économie américaine, plus concurrentielle, plus innovante, moins dépendante du financement pour l'investissement productif, pourrait permettre une sortie de crise plus rapide qu'en Europe, mais au profit d'une crise d'autant plus profonde que l'ajustement de l'endettement nécessaire est plus important qu'en Europe.

Dans le scénario "noir", le reste du monde souffre probablement plus que les Etats-Unis ou l'Europe, avec une possible remise en cause de la mondialisation, c'est à dire du contexte même qui a favorisé l'émergence de la crise.

S'agissant des pays émergents, le ressort principal de leur dynamisme, à savoir le mouvement de rattrapage du revenu soutenu par l'ajustement du capital par tête et par des gains d'efficacité productives sous l'effet de l'ouverture de l'économie et de sa dérégulation, a toutes les raisons de persister. Mais la rapidité du rattrapage et de sa traduction en termes de hiérarchie des puissances varie selon les scénarios envisagés pour les conséquences économiques de la crise financière.

La crise financière : quels prolongements géopolitiques ?

Le scénario “gris” semble le plus favorable à la continuation de la montée des émergents, pour autant que ceux-ci approfondissent les réformes de leurs économies et que leur accès aux marchés internationaux n’est pas entravé par des mesures protectionnistes dans les pays développés et dans les pays en développement.

A l’inverse, le scénario “noir”, parce qu’il serait probablement marqué par un recul de la mondialisation et un déclin des échanges commerciaux et financiers internationaux, offrirait un contexte peu favorable à la montée des émergents. A cet égard, on rappellera que la crise des années trente a eu des conséquences dévastatrices pour les puissances émergentes de l’époque, avec un déclin marqué du niveau de vie dans le cône Sud de l’Amérique latine, privée de débouchés pour ses exportations de commodités.

L’économie monétaire et financière

Il y a toutes les raisons de penser que le dollar conservera son statut de monnaie de réserve universelle. Un tel statut s’appuie sur la sécurité juridique, la qualité de l’infrastructure de marché et sur la taille, la liquidité et la sécurité de la dette publique. Sur ces trois plans, les qualités des marchés américains ont toutes les chances de demeurer sans équivalent dans le reste du monde à un horizon prévisible, quelles que soient les défaillances durement constatées au cours de ces derniers mois. L’Europe fait exception sur les deux premiers traits ; mais l’absence d’un marché unifié de la dette publique de même que les réticences de la BCE à encourager l’usage international de l’euro et surtout à se comporter comme une banque centrale pour les banques centrales, autrement dit à adopter une approche stratégique de la politique monétaire, tous ces traits, soulignés par la crise financière, continueront de limiter l’extension de l’euro comme monnaie de réserve universelle.

Il faut s’attendre à des recompositions des circuits de capitaux qui dépendront des gisements d’épargne. On continuera d’assister à un

déplacement du centre de gravité de l'économie mondiale vers l'Asie où les capacités d'épargne sont les plus grandes (Chine, Inde, Japon). Une nouvelle phase de recomposition s'ouvrira quand les Etats céderont leurs participations dans les banques et institutions financières, une fois la situation améliorée. Qui viendra prendre le relais ?

Les fonds souverains vont sans doute se réorienter vers les marchés domestiques, notamment pour soutenir le secteur financier. On pense avant tout aux pays du Golfe qui ne sont pas épargnés par la crise. Quant aux pays d'accueil, leur attitude face aux fonds souverains change radicalement, en devenant beaucoup plus ouverte, même si des considérations géopolitiques pourront continuer de faire obstacle à certaines opérations. La création d'un fonds souverain français fait partie des mesures décidées par le gouvernement. Cette évolution intervient à un moment où un code de conduite a été agréé sous l'égide du FMI, en octobre 2008. Les 24 principes dits de Santiago résultent, il faut le rappeler, d'une initiative du G8 d'Heiligendamm, en juin 2007. Ces principes et pratiques, sans valeur contraignante, ont pour objet d'assurer une meilleure transparence et lisibilité des politiques d'investissement.

DES RÉFORMES URGENTES

La crise a rendu évident que les pays industrialisés et les pays émergents ont un intérêt commun à réformer le système économique mondial pour le préserver. Les réformes à promouvoir portent sur le fond et les institutions.

Les réformes « techniques »

Elles portent, d'une part, sur la régulation prudentielle des banques et autres institutions financières ; d'autre part, sur la réglementation des instruments financiers, produits des innovations des dernières années, avec pour objet de créer ou de renforcer les mécanismes de marchés fautifs, lacunaires ou absents. Les réformes incluent la redéfinition du périmètre des institutions

La crise financière : quels prolongements géopolitiques ?

soumises à réglementation, le remodelage des organismes et des instruments de la régulation. Ces réformes sont principalement du ressort des autorités nationales. Cependant, l'efficacité des réformes appelle un mouvement coordonné au plan international. D'une part, du fait de l'internationalisation des activités des institutions financières, la question de la coordination des réformes se pose avec acuité, tant au niveau européen qu'au niveau international. Ensuite, la question des centres financiers *off-shore* (CFO) doit être abordée. Les CFO sont les "points noirs" du système financier international. Le FMI devrait intensifier ses efforts en étroite relation avec le Forum de stabilité financière (FSF, créé après la crise asiatique) pour évaluer l'adéquation de la surveillance dans les CFO. Les CFO non-coopératifs devraient se heurter à des réactions fermes et des sanctions devraient être envisagées à l'encontre des institutions financières opérant dans les CFO.

D'autres crises ont récemment secoué la communauté internationale : crise énergétique, crise climatique, crise alimentaire... Elles ont suscité des engagements et donné lieu à des sommets dont les priorités restent d'actualité dans de nombreux pays en dehors du G7, même élargi. La communauté internationale s'est engagée sur les OMD, l'Europe a engagé un processus de coopération avec ses partenaires de l'UPM.... Le cycle de Doha ne peut être abandonné à un échec annoncé ; le sommet devrait être une occasion de le finaliser. La question de l'aide au développement ne peut être ignorée. Le contraste entre la promptitude des Etats riches à lever des milliers de milliards pour sauver leurs systèmes financiers et leur timidité en matière d'aide au développement ne manqueraient pas d'être relevés au plan international, par les pays pauvres, comme ils le sont au niveau national (RSA). Les engagements du Millénaire et ceux de Monterrey doivent à tout le moins être renouvelés et consolidés, avec le soutien et si possible, la participation des nouveaux membres du G8 élargi.

Les réformes des institutions de coopération internationale : BWII ou BW 2.0 ?

Le G8 doit conserver son rôle de pilotage politique et d'orientation mais doit être élargi à d'autres puissances économiques, pour des raisons de légitimité et de consensus international, mais aussi pour des raisons d'efficacité.

La réforme des IFIs doit accompagner celle du G8, dans la mesure où elles sont les vecteurs des actions préconisées par le G8. La question posée est celle de la redéfinition des quotas et des droits de vote, de façon à augmenter le rôle des grands émergents, qui seraient appelés à devenir membres du G8 élargi. Dans ce contexte, la question de la représentation de l'UE (plutôt que celle de l'eurozone) devrait être réexaminée par les pays membres.

Il est vraisemblable que des réformes d'autres institutions que le G8 et les IFIs doivent être évoquées. Une priorité est de s'assurer de la cohérence des politiques menées par les organisations internationales concernées (IFI, OMC, OIT, OMS, Unesco, PNUD, PNUJ).

L'idée est avant tout d'adresser un message politique : nous n'oublions pas les pauvres et le reste de l'agenda ne passe pas à la trappe. Il faut réaffirmer l'importance des engagements et pistes de travail sur les réformes à entreprendre. Mais aussi faire attention à ne pas trop charger la barque. La notion de séquence de sommets est un moyen de gérer la multiplicité des sujets. Elle peut être aussi un moyen de gérer la multiplication du nombre des Etats concernés. On pourrait envisager un réseau participatif de conférences ou s'inspirer de l'idée d'un renouvellement du multilatéralisme tel que le suggère le président de la Banque Mondiale.

La gouvernance de l'UE ne doit pas être délaissée

La crise a révélé les failles de la gouvernance européenne en matière de régulation bancaire et financière : absence d'instance de régulation au niveau de la zone, faiblesse de la coopération entre les instances nationales, diversité des régimes de régulation

La crise financière : quels prolongements géopolitiques ?

nationale, conception fautive de l'architecture de régulation dans certains pays (RU, Allemagne)... Surtout, la régulation bancaire échappe à la banque centrale européenne, alors que la logique et les expériences étrangères (Réserve fédérale notamment), suggèrent de les confier à la même institution.

Il est urgent, compte tenu des risques systémiques une fois de plus révélés à l'occasion d'une crise internationale, de porter remède aux insuffisances et aux inconséquences de la régulation bancaire en Europe en la confiant à la BCE, conformément d'ailleurs avec l'opinion exprimée par son Président. Mais il est également urgent d'augmenter la réactivité de la politique monétaire, en la rendant plus sensible aux conditions de l'économie réelle. Et pour cela, il convient d'élargir le mandat de la BCE. Aussi, dans la zone Euro, la contrepartie d'un élargissement des pouvoirs de la BCE à la régulation des banques devrait-elle aller de pair avec une modification de son mandat en matière de politique monétaire, afin de l'obliger à prendre en compte les conditions de l'économie réelle de la zone, notamment, les conditions sur le marché du travail.

