

# L'ÉTALON-DOLLAR RATTRAPÉ PAR LA CRISE ?

## LA SOUTENABILITÉ DU RÉGIME FINANCIER INTERNATIONAL FACE À LA PANIQUE

GRÉGORY VANEL \*

*En plein cœur d'une crise de liquidité majeure, la perspective d'une chute du régime financier international et de l'hégémonie financière américaine se renforce. Les interventions massives des banques centrales et des gouvernements depuis le mois d'août dernier semblent même corroborer cette possibilité. Les (re)nationalisations de grands établissements bancaires et les hausses de garantie des dépôts indiquent d'ailleurs un retour important de l'État. Or, malgré ce retournement brutal, le cœur du régime financier international semble loin d'être en danger immédiat. Une analyse de la soutenabilité du régime d'étalon-dollar montre que les grands (dés)équilibres financiers internationaux ne sont pas remis en cause par la crise. Une soutenabilité néanmoins dépendante d'un équilibre de la terreur financière que renforce et dévoile au grand jour cette crise majeure.*

**D**epuis désormais plus d'une année, une crise financière majeure couvait aux États-Unis. Localisée dans un segment, certes petit mais très rentable, du marché des prêts hypothécaires (les fameux *subprimes*<sup>1</sup>),

---

\* CHERCHEUR ASSOCIÉ, CENTRE D'ÉTUDES INTERAMÉRICAINES DE L'INSTITUT QUÉBÉCOIS DES HAUTES ÉTUDES INTERNATIONALES (UNIVERSITÉ LAVAL)  
Courriel : Gregory.Vanel@hei.ulaval.ca

<sup>1</sup> Aux États-Unis, les banques disposent d'un système permettant de noter la qualité des signatures des particuliers. Elles utilisent en effet les cotes FICO, du nom de l'entreprise qui les produit (Fair Isaacs Corporation). Toute personne voulant souscrire un crédit se voit attribuer une cote allant de 300 pour la moins bonne à 850 pour la meilleure. Les moins bonnes cotes font alors partie du secteur des *subprimes*. Actuellement, la cote médiane aux États-Unis est de 723.

cette crise s'est peu à peu propagée, via de multiples canaux, à l'ensemble du secteur bancaire américain, et par ricochet au système financier international. L'accélération des problèmes de liquidité rencontrés par les banques au printemps dernier a alors littéralement asséché le marché des prêts interbancaires, les banques ne sachant plus vraiment ce qu'elles avaient dans leurs portefeuilles, et souhaitant dès lors être prudentes, en supposant que leurs consœurs étaient dans la même situation. Cette crise de liquidité bancaire s'est alors propagée au niveau des marchés financiers en août 2008, menant à une série de chutes généralisées des indices boursiers, et ce malgré les interventions massives des gouvernements, se chiffrant à des centaines de milliards de dollars <sup>2</sup>.

Cette crise de liquidité, que certains observateurs peu ou mal informés rapprochent facilement à celle de 1929, aura alors des conséquences bancaires et financières majeures, puisqu'on voit déjà l'ensemble du secteur se restructurer, avec des rachats de banques ou d'établissements financiers en faillite <sup>3</sup>, des recapitalisations en urgence et même des nationalisations pures et simples, y compris et même surtout par les gouvernements qui étaient jusque-là de fervents thuriféraires du laisser-faire. Mais elle a d'ores et déjà des conséquences productives importantes, puisque les entreprises, notamment les plus petites, ont de plus en plus de mal à financer leurs activités d'une part, et que d'autre part les ménages ont eux aussi de plus en plus de difficultés à acquérir des logements voire à rembourser leurs emprunts immobiliers, notamment aux États-Unis <sup>4</sup>. Certains pays sont d'ailleurs en proie à des chocs importants, notamment la Grande-Bretagne, l'Espagne, et bien sûr les États-Unis. D'autres subissent de plein

---

<sup>2</sup> Par exemple, le plan américain (dit plan Paulson) prévoit l'octroi immédiat de 250 milliards de dollars, suivi de deux autres tranches soumises à différentes procédures, dont un vote du Congrès, portant la somme potentielle à 700 milliards de dollars. Dans le même temps, l'État va, chose inédite aux États-Unis, pouvoir prendre le contrôle de banques en difficultés (dans la limite de 25 milliards de dollars), de même qu'il va garantir les prêts interbancaires.

<sup>3</sup> La faillite de *Lehman Brothers* début septembre semble d'ailleurs avoir accéléré la panique.

<sup>4</sup> Le chiffre des faillites personnelles aux États-Unis a d'ailleurs explosé ces deux dernières années. Voir : [www.abiworld.org/](http://www.abiworld.org/). On estime ainsi qu'actuellement 6% des ménages ayant un emprunt hypothécaire sont en défaut de paiement aux États-Unis.

fouet non pas la crise des *subprimes*, mais les effets de la crise de liquidité <sup>5</sup>. Enfin, les derniers touchés par cette crise, mais non les moindres, seront non pas les épargnants, qui certes pour la plupart subissent des pertes patrimoniales notables mais qui dans le même temps voient leurs dépôts garantis, mais bien les salariés de ces banques et de ces entreprises en difficultés, en particulier les salariés non permanents comme les intérimaires, qui jouent plus que jamais le rôle de variable d'ajustement alors qu'ils subissent déjà la précarité.

À un niveau plus global, la perspective maintes fois annoncée d'une chute brutale et irrémédiable du régime financier international néolibéral voire de l'hégémonie financière américaine semble de plus en plus probable <sup>6</sup>. Les interventions simultanées, coordonnées et massives des banques centrales et des gouvernements pour sauver ce qu'il reste de solvable au sein de la finance mondiale semblent même corroborer cette tendance. Les (re)nationalisations de grands établissements bancaires et les hausses des plafonds de garantie des dépôts indiquent en effet un retour marqué de l'État dans la finance globale. On serait donc en quelque sorte dans les prémices d'une nouvelle ère, où l'État reprendrait ses droits (donc ferait en quelque sorte son devoir), et qui serait marquée par la fin du régime d'accumulation financiarisé <sup>7</sup> et par celle beaucoup plus symbolique de la suprématie financière américaine, et notamment du dollar <sup>8</sup>.

---

<sup>5</sup> Par exemple, l'Islande est au bord de la faillite. Ses trois grandes banques ont été nationalisées alors qu'elles avaient jusque-là eu un comportement beaucoup plus prudent que les autres banques dans le monde.

<sup>6</sup> Voir par exemple la déclaration du ministre des Finances allemand (Peer Steinbrueck) devant le *Bundestag* le 25 septembre.

<sup>7</sup> De nombreux travaux existent sur cette notion. Voir autre autres : Michel Aglietta, « Le capitalisme de demain », Notes de la Fondation Saint-Simon, 101, novembre 1998. François Chesnais, *Les pièges de la finance mondiale, Appel des économistes pour sortir de la pensée unique*, La découverte et Syros, Paris, 2000. François Chesnais « La théorie du régime d'accumulation financiarisé : contenu, portée et interrogation », Forum de la Régulation, Paris, 11-12 octobre 2001. Dominique Plihon, *Le nouveau capitalisme*, Paris, La Découverte, coll. Repères, 2003. Michel Aglietta, Antoine Rebérioux, *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel, 2004.

<sup>8</sup> Le lecteur trouvera une explication intéressante de cette suprématie dans : Leonard SEABROOKE, *The Social Sources of Financial Power*.

Or, force est de constater qu'en dépit de ce retournement brutal de la conjoncture financière mondiale, le cœur du régime financier international, certes rattrapé par la crise, est néanmoins loin d'être en danger immédiat et irrémédiable. Bien sûr, les acteurs qui subissent cette crise majeure ne sont pas au mieux, loin s'en faut. Mais les structures semblent encore solides et demeurent. Une analyse de la soutenabilité du régime d'étalon-dollar montre en effet que les grands (dés)équilibres financiers internationaux ne sont pas remis en cause par la crise et que le comportement des acteurs publics, notamment des banques centrales, tend même à en renforcer la soutenabilité. Cette dernière est néanmoins dépendante d'un équilibre de la terreur financière que renforce et dévoile au grand jour cette crise majeure.

### **À l'origine, la financiarisation exceptionnelle du capitalisme américain**

Le capitalisme américain s'est profondément transformé depuis les années soixante. Découlant d'un processus progressif et constant de financiarisation, la finance de marchés est désormais incontournable aux États-Unis, avec plus de 20% du produit intérieur brut, soit l'équivalent du secteur des services au complet. La valeur ajoutée du seul sous-secteur des courtiers est même désormais supérieure à celle du secteur agricole dans son ensemble. Cette augmentation massive du poids des marchés financiers a eu pour corollaire non seulement la diffusion de la logique du marché dans l'accès au crédit à l'ensemble des acteurs, mais elle a surtout traduit une modification des rapports de force au sein des entreprises, avec un retour au premier plan des actionnaires minoritaires et une hausse sans précédent des inégalités dans la répartition des revenus<sup>9</sup>. Plus profondément encore, cette financiarisation s'est traduite par une grande mutation de la conception de l'activité de financement de l'économie capitaliste. Autrefois considéré comme une activité particulière, qui demande des règles solides et un contrôle constant des États, le financement des activités économiques est désormais vu comme une activité comme les autres, à tel

---

*Domestic Legitimacy and International Financial Orders*, Ithaca and London, Cornell University Press, 2006.

<sup>9</sup> Voir sur ce point : Thomas Piketty, Emmanuel Saez, « Income Inequality in the United States, 1913-1998 », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 1- 2003, pp. 1-39.

point qu'on parle aujourd'hui non pas de secteur financier, mais d'«industrie des services financiers», notamment dans de vénérables institutions comme l'Organisation Mondiale du Commerce ou l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques.

Cette transformation n'est pourtant pas le fruit du hasard. Elle est le résultat d'une politique financière de longue haleine, qui débute avec l'élection de John Kennedy et se termine avec le second mandat de William Clinton. L'État fédéral a en effet adopté progressivement un ensemble de mesures visant d'une part à la hausse de la concurrence dans le secteur financier et d'autre part à l'amélioration de l'accès à la finance de marchés pour l'ensemble de la population.

Premièrement, une politique de réglementation concurrentielle a vu le jour et a progressivement modifié les pratiques des acteurs de la finance américains. Alors que durant près d'un siècle les États-Unis avaient eu une réglementation bancaire et financière assez restrictive <sup>10</sup>, l'État va progressivement modifier la réglementation dans un sens nettement plus concurrentiel dès les années soixante <sup>11</sup>. D'abord, en partie contre l'intérêt des États fédérés, il a favorisé la levée progressive puis l'abolition des restrictions géographiques à l'activité bancaire. Les banques, aux États-Unis, peuvent ainsi créer des holdings bancaires, fusionner avec ou acquérir d'autres banques dans d'autres États, et avoir une activité bancaire sur l'ensemble d'un État. Ensuite, il a favorisé la hausse de la concurrence entre les banques et les autres institutions financières. La réglementation des secteurs bancaire et financier liée à la segmentation et au cloisonnement a

---

<sup>10</sup> Les lois bancaires de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, mais surtout la loi bancaire de 1933, appelée *Glass-Steagall Act*, avaient cherché à éviter une trop forte concentration et à séparer voire cloisonner le plus possible les activités financières. Érigée en bible de la réglementation bancaire et financière, cette loi avait pendant près d'un demi-siècle régenté le secteur financier américain dans le but d'éviter le retour des facteurs ayant causé la Grande Dépression, générant une véritable «balkanisation» du système financier américain. Voir: Randall S. Kroszner, «The Economics and Politics of Financial Modernization», *Economic Policy Review*, vol. 6, n° 4, October 2000, pp. 25-37.

<sup>11</sup> Voir sur ce point : Grégory Vanel, *L'économie politique de l'étalon-dollar. Les États-Unis et le nouveau régime financier international*, Thèse de doctorat, Grenoble et Montréal, novembre 2005. Disponible en ligne : <http://www.cei.ulaval.ca/Pdf/these-vanel.pdf>.

en effet été profondément remaniée et libéralisée. En 1975 le New York Stock Exchange (NYSE) sous la pression de la Securities and Exchange Commission (SEC) et du Congrès des États-Unis, a fait disparaître les commissions minimales fixes de courtage, ce qui a fait exploser la concurrence entre les courtiers. Ce processus s'est achevé à la fin des années quatre-vingt-dix, après deux décennies de débats intenses, sanctionnés par des décisions de la Cour suprême ou de la Réserve fédérale, par le vote en 1999 d'une loi abolissant le Glass-Steagall Act et permettant alors la libéralisation quasi complète du secteur financier et bancaire américain<sup>12</sup>. Enfin, l'État fédéral a incité l'activité internationale des banques américaines par le biais réglementaire. Dès 1963, il a cherché à réduire les sorties de capitaux, notamment en taxant les intérêts des emprunts des non-résidents dans une banque américaine, mais en excluant explicitement les prêts des filiales étrangères, ce qui incita au développement de l'activité des banques américaines sur le marché offshore des eurodollars à Londres<sup>13</sup>.

Deuxièmement, l'État fédéral a cherché à favoriser l'accès à la finance de marchés pour les classes moyennes et même pour les plus pauvres, notamment pour l'acquisition de logements ou pour les pensions de retraite. Dans un premier temps, en suivant la mouvance des revendications pour les droits civiques, mais plus profondément en cherchant à maintenir le fantasme d'une société de propriétaires (la fameuse *ownership society* que le candidat George W. Bush reprendra lors de ses campagnes présidentielles et qui est à l'origine de la bulle des subprimes), l'État va utiliser de nombreux moyens pour améliorer l'accès au crédit. Une forme particulière d'État-providence va ainsi voir le jour<sup>14</sup>, en permettant à une part toujours plus croissante de

---

<sup>12</sup> La véritable décision historique est celle du 18 mai 1998 où la Chambre des Représentants a pour la première fois voté en la faveur de la fin des limitations bancaires issues de la Grande Dépression, à la majorité écrasante de 214 voix contre.... 213!

<sup>13</sup> Le débat sur la remise en cause des paradis fiscaux prend ainsi une dimension assez cocasse quand on sait à quel point l'économie mondiale actuelle ne pourrait fonctionner telle qu'elle le fait sans eux. Voir sur ce point : Ronan Palan, *The Offshore World. Sovereign Markets, Virtual Places, and Nomad Millionaires*, Ithaca and London, Cornell University Press, 2003.

<sup>14</sup> Paul Jorion, *Vers la fin du capitalisme américain ?*, Paris, La Découverte, 2007, pp. 96-108.

la population de faire de la finance de marchés son quotidien et ce bien souvent sans que les individus en question ne s'en rendent vraiment compte (bancairisation, cartes de crédit, prêts hypothécaires subventionnés et garantis par des sociétés quasi publiques<sup>15</sup>, etc.), au moment même où les revenus du travail ont commencé à stagner et où les patrimoines des plus fortunés ont eu tendance à exploser<sup>16</sup>. Cette amélioration de l'accès au crédit et à la propriété, couplée à une politique fiscale plutôt progressiste entre 1985 et 2000, c'est-à-dire faisant peser un poids de l'impôt plus important sur les hauts revenus, a ainsi été décisive dans le processus de légitimation de la politique de développement de la finance de marchés aux États-Unis, et ce malgré la hausse des inégalités. L'accès au crédit par les groupes à bas revenu a été ressenti de telle manière que la hausse des inégalités a été plus acceptable<sup>17</sup>. Dans un second temps, le dispositif mis en place par le vote de la loi ERISA (*Emplacement Retirement Income Security Act*) en 1974 a profondément modifié la réglementation de la gestion des fonds de retraite. Leur attractivité s'est d'un coup renforcée, puisque cette loi ne prend explicitement en compte que l'intérêt purement financier de l'individu qui va bénéficier du plan de retraite, ce qui a alors

---

<sup>15</sup> L'idée est de permettre le développement du crédit à la consommation ou immobilier par celui de la collatéralisation des actifs immobiliers. Les établissements de crédits vont en quelque sorte se protéger contre le risque de défaut des emprunteurs en gageant leurs prêts sur la valeur de marché des biens acquis. Le rôle d'institutions hypothécaires quasi-publiques comme Fannie Mae, Ginnie Mae et Freddie Mac est alors déterminant, en permettant cette collatéralisation et le développement du crédit hypothécaire.

<sup>16</sup> C'est une composante qu'on oublie bien souvent mais qui permet de flexibiliser davantage le travail salarié. La carte de crédit joue alors le rôle d'amortisseur, en permettant au salarié, moyennant des taux d'intérêts très lucratifs, de pouvoir dépenser lors des périodes d'inactivité sans percevoir de revenus...

<sup>17</sup> Ceci est tout à fait exceptionnel dans le monde occidental, même dans les pays ayant des situations similaires comme la Grande-Bretagne. Voir sur ce point : Merove Gijsberts, «The Legitimation of Income Inequality in State-Socialist and Market Societies», *Acta Sociologica*, vol. 45, n° 4, December 2002, pp. 269-285.

permis la centralisation de l'épargne des ménages américains aux mains de puissants fonds de pensions <sup>18</sup>.

Cette politique a ainsi eu l'effet escompté : le passage à une finance de marchés hautement compétitive au niveau mondial. En particulier, trois caractéristiques de l'industrie financière américaine actuelle peuvent être mentionnées. En premier lieu, le secteur financier américain a été le siège d'un nombre considérable d'innovations financières et demeure le plus innovant au niveau international. Entre 1980 et 2001, près de 1800 innovations financières ont été adoptées, allant de la création d'un nouveau produit à celle d'un nouveau marché d'actifs ou de dérivé. En deuxième lieu, de nouveaux acteurs de la finance (les investisseurs institutionnels) sont apparus et ont pris une part de plus en plus importante de l'activité économique. Les fonds de pensions, les assureurs et les fonds mutuels ont ainsi multiplié massivement l'encours de leurs avoirs, totalisant respectivement 78%, 41% et 45% du PIB en 2000, contre respectivement 25%, 25% et à peine 2% en 1980. En troisième lieu, ces deux phénomènes ont été accompagnés par la transformation de la structure et de l'activité des banques américaines, qui sont devenues les véritables leaders de cette finance de marchés. La concentration bancaire a été sans précédent, le nombre de banques étant divisé par deux entre 1980 et 2003 (de 14 400 à 7400), tandis que le nombre de fusions, dont le montant d'actifs concernés est de plus en plus élevé, explosait. Les banques américaines ont aussi profondément transformé leur métier, réalisant désormais la moitié de leurs revenus dans des activités liées à la finance de marché, notamment des activités hors bilan (produit dérivés, activités hors bilan et/ou *off shore*, etc.).

---

<sup>18</sup> Derrière ces nouvelles opportunités pour les futurs retraités peuvent toutefois se retrouver deux grandes mutations sociales des États-Unis au vingtième siècle. D'une part le vieillissement démographique a été une lame de fond puissante (capacités d'épargne et de lobbying *via* la très puissante *American Association of Retired Persons*). D'autre part, une modification radicale du rapport à la mort des individus de cette génération s'est produite. On considère en effet désormais de plus en plus aux États-Unis qu'une « bonne mort » est une mort qui lègue un patrimoine important, ce qui incite à l'utilisation des nouvelles possibilités de la finance de marchés, et notamment celles de l'assurance-vie. Sur ce dernier point voir : Viviane Zelizer, *Morals and Markets. The Development of Life Insurance in the United States*, New Brunswick, Transaction Books, 1983.



Cette politique a ainsi fait des acteurs de la finance américaine les plus compétitifs de la planète <sup>19</sup>. A titre d'exemple, les banques américaines ont une rentabilité presque deux fois supérieure à celle des banques du reste du monde. Mais cette politique à elle seule ne peut expliquer la genèse du régime d'étalon dollar. Elle a en effet été accompagnée d'un volet encore plus important : une diplomatie financière favorable à la libéralisation des mouvements de capitaux.

### **L'impact de la diplomatie de la libéralisation**

La politique financière de l'État fédéral a aussi eu son volet externe. Les États-Unis ont en effet suscité et orienté à la fois l'ouverture financière des nations, c'est-à-dire l'aspect externe de la restauration de la liberté de circulation du capital, mais aussi la modification du fonctionnement et de la réglementation des systèmes financiers nationaux, c'est-à-dire l'aspect interne de la restauration de la liberté de circulation du capital. Pour ce faire, ils ont souvent privilégié de manière importante le bilatéralisme financier en s'appuyant sur les acteurs privés de la finance américains qu'ils ont contribué, nous l'avons vu, à renforcer durant le même temps. Enfin, l'État américain s'est principalement appuyé sur les États leaders de la structure financière, notamment le Royaume-Uni et le Japon, surtout dans les années quatre-vingt pour ce dernier.

Premièrement, la politique financière internationale des États-Unis s'est construite sur l'idée qu'il fallait promouvoir le développement des forces de marchés. Cette politique a exprimé la préférence de l'État américain, d'une part, pour le maintien du statut du dollar au niveau international et, d'autre part, pour la diffusion de la finance de marchés au niveau international, même si dans chaque situation particulière les décisions prises semblent l'avoir été pour des considérations plus conjoncturelles.

On peut alors identifier trois grandes phases de cette politique de promotion des marchés. Durant la première, dans les années soixante, les États-Unis ont cherché à encourager l'extension des marchés des eurodollars. Ils permettaient à la *City* de Londres de maintenir son activité financière. Mais ils avaient le triple avantage pour les États-Unis, i) de permettre

---

<sup>19</sup> Ceci ne se limite pas aux seules banques. La même politique a par exemple été appliquée pour les agences de notation financière ou les grandes firmes d'audit.

le développement de l'activité des firmes transnationales américaines, ii) de maintenir l'attractivité internationale du dollar, et iii) de permettre la poursuite du programme de contrôle des sorties de capitaux engagé dès le début des années soixante sans risque d'opposition de la part des milieux d'affaires. Durant la deuxième phase, dans les années soixante-dix, l'État américain a favorisé un mécanisme de recyclage des pétrodollars par le marché, tout en prenant des mesures très attractives pour ces 125 milliards de dollars de surplus, dont un tiers a finalement eu pour destination un pays développé et 10% ont été acquis sous forme de titres du Trésor américain. Enfin, depuis la fin des années soixante-dix, la politique de promotion des marchés consiste à maintenir l'attractivité des places financières des États-Unis, que l'activisme réglementaire interne a renforcée tout au long des années quatre-vingt-dix.

Deuxièmement, durant les années soixante-dix, le gouvernement américain a choisi de promouvoir la liberté de circulation du capital et a délaissé le système établi à *Bretton Woods*. Cette stratégie s'est alors développée sur deux plans : la fin des contrôles de capitaux, notamment en cas de crise et, l'accès aux marchés financiers étrangers. D'une part, la mise en avant dans les années soixante-dix de la préférence pour la fin des contrôles, notamment en cas de crise, s'est effectuée en deux temps. D'abord, en 1974, leur système de contrôles, établi progressivement les quinze années précédentes, a été aboli, en dépit des incitations à leur maintien de la part des autres pays développés, qui souhaitaient plutôt la mise en place d'un système de contrôles « coopératifs »<sup>20</sup>. Ensuite, malgré cet isolement, les États-Unis ont su être suffisamment persuasifs pour que le deuxième amendement des accords de *Bretton Woods*, en 1976, consacre la nouvelle doctrine américaine, qui consistait à la fois à considérer que les pays devaient s'ajuster en cas de problèmes de balance des paiements dus à des flux de capitaux « déstabilisants » et surtout qu'il fallait mettre sur un pied d'égalité la promotion de la liberté du commerce et celle du capital. Dès lors, à partir de cette date, et jusqu'à la fin des années quatre-vingt-dix, le principe du non-retour des contrôles en cas de crise n'a plus

---

<sup>20</sup> Les problèmes de coopération internationale en cette matière ne datent donc pas d'hier.

jamais été remis en cause dans les pays les plus développés, y compris dans les grands médias économiques <sup>21</sup>.

D'autre part, à partir des années quatre-vingt, la promotion de la liberté de circulation du capital est passée par une diplomatie de l'accès aux marchés financiers, notamment les pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est à fort potentiel d'épargne avec une finance de marchés peu développée. L'exemple le plus emblématique de cette stratégie bilatérale demeure l'accord conclu en mai 1984 avec le Japon, dit accord «yen/dollar». L'objectif officiel de cet accord était d'internationaliser le yen et surtout de garantir l'accès des marchés japonais aux intermédiaires financiers américains, dans le but de réévaluer le taux de change du yen vis-à-vis du dollar. L'essentiel de cet accord fut la mise en place d'un agenda de libéralisation financière au Japon, mais surtout celle d'un comité chargé d'en contrôler l'application effective. Cette caractéristique résultait des pressions exercées par le Secrétaire au Trésor mais aussi par les grands opérateurs financiers américains qui faisaient partie du groupe de travail.

Troisièmement, l'État américain a mis en avant une politique de sécurisation financière internationale particulièrement favorable à la finance de marchés. D'une part, il a privilégié des politiques prudentielles basées sur le risque pondéré. Le leadership exercé par les États-Unis, et notamment celui de la Réserve fédérale, a été très intense dans l'élaboration, entre 1986 et 1988, d'un ratio de capitalisation basé sur le risque : le ratio Cooke <sup>22</sup>. En particulier, des négociations bilatérales intenses avec le Royaume-Uni dans un premier temps, puis le Japon dans un second, ont permis aux États-Unis d'avancer leurs propositions à la Banque des Règlements Internationaux. Deuxièmement, les États-Unis ont développé une politique d'endiguement sélectif des crises, et non d'intervention systématique. Cette caractéristique s'est, comme pour toutes les autres, systématisée dans les années quatre-vingt-dix. Bien évidemment, les États-Unis interviennent la plupart du temps en cas de crise financière ou monétaire, ne serait-ce que parce qu'ils sont plus ou moins impliqués. En revanche, la vitesse et la profondeur des interventions dépendent à n'en pas douter de l'implication réelle des opérateurs de

---

<sup>21</sup> Il faudra attendre 1999 pour que *The Economist*, hebdomadaire libéral s'il en est, ose émettre une série de bémols à cette loi fondamentale de la finance néolibérale.

<sup>22</sup> Ce ratio a été remplacé par un nouveau ratio (on parle à ce propos de Bâle II), qui ne fait qu'accroître et étendre cette logique.

marchés ou des banques américaines dans ces crises, quitte à réinterpréter le mandat de leurs propres institutions, comme le montre l'exemple de l'utilisation de l'*Exchange Stabilization Fund* (ESF) en 1994 pour le Mexique. Troisièmement, l'État fédéral a su mettre en l'avant ses propres pratiques en matière de normalisation financière. Cet élément de la politique de sécurisation est particulièrement important dans la mesure où il a permis la transformation des structures et des institutions de surveillance financières des autres pays, notamment en ce qui concerne les normes prudentielles des banques, les normes comptables ou les agences de notation financière <sup>23</sup>.

L'ensemble de ces politiques, tant au niveau interne qu'au niveau externe, n'aurait cependant eu cette efficacité sans une caractéristique très particulière. L'État fédéral américain, en interne, n'a imposé que très rarement ses objectifs, mais a toujours cherché un compromis avec les groupes sociaux, notamment la communauté financière, favorable à ces politiques. On peut même dire qu'il y a eu une interaction forte entre l'État et ces groupes sociaux, permettant alors aux États-Unis d'avoir un pouvoir structurel important au niveau international.

### **Les T-bonds « as good as gold »**

La conséquence de ces politiques a ainsi été un recentrage du système financier international sur les États-Unis et bien sûr une financiarisation de l'ensemble des économies de la planète <sup>24</sup>. En particulier, on observe depuis les années quatre-vingt que le marché des titres du Trésor américain joue un rôle pivot pour l'ensemble du système financier international. Que ce soit pour les acteurs privés ou les banques centrales, ces titres sont au sommet de la pyramide des risques, c'est-à-dire qu'on leur attribue le risque le plus faible de défaut de paiement, ce qui en fait les

---

<sup>23</sup> Voir sur ce point: Grégory Vanel, «La normalisation financière internationale face à l'émergence de nouvelles autorités épistémiques américaines: le cas de la filière des chiffres», *Revue de la régulation-Capitalisme, institutions, pouvoirs*, n° 3, 2<sup>e</sup> semestre 2008. Disponible en ligne: <http://regulation.revues.org/sommaire2813.html>.

<sup>24</sup> Il suffit pour s'en convaincre de voir qu'à peine 3% des flux de monnaie transnationaux concernent l'économie réelle. François Morin, *Le nouveau mur de l'argent. Essai sur la finance globalisée*, Paris, Seuil, 2006.

actifs les plus liquides du système financier international, mais aussi des actifs stratégiques de première importance.

Or, à première vue, le marché des titres du Trésor américain n'est pas d'un volume bien supérieur à celui de la dette publique du Japon ou de la zone euro (qui représentent tous environ 10% des encours mondiaux). Mais l'importance de ce marché n'est ni absolue ni relative, mais structurelle. En effet, outre le fait que sa liquidité est de très loin plus importante que pour tout autre marché d'actifs au monde, l'importance de ce marché est encore moins anodine lorsque l'on regarde la nationalité des détenteurs. Si les non-résidents détiennent un peu plus de 10% de l'ensemble des titres américains à long terme, cette part est de plus de la moitié pour ceux du Trésor. Dans les années quatre-vingt-dix, elle a même été multipliée par deux, alors que celle de la détention étrangère de l'ensemble des titres à long terme n'a augmenté que de 30%. L'internationalisation du marché de la dette publique américaine est donc beaucoup plus importante que pour les autres types d'actifs américains à long terme. De plus, le volume plus spécifiquement échangé par les opérateurs étrangers est nettement plus important que celui des autres types d'actifs américains. Enfin, ce marché est physiquement international, dans la mesure où il est aussi présent sur les places de Tokyo et de Londres, et bénéficie donc d'une cotation quasi continue de vingt-deux heures sur vingt-quatre <sup>25</sup>.

Le rôle pivot de ce marché prend alors toute sa signification lorsque l'on s'intéresse aux acteurs qui y participent. Plus particulièrement, les institutions officielles étrangères, notamment des banques centrales, détiennent ces titres en grande majorité, sous la forme de réserves de change. Dans le même temps, la Réserve Fédérale utilise ce marché pour la conduite de sa politique monétaire. Autrement dit, ce marché intéresse tout aussi bien les acteurs privés, notamment les banques et les investisseurs institutionnels, qui l'utilisent dans leurs opérations de couverture ou lorsque des tensions fortes apparaissent sur les autres marchés d'actifs (fuite vers la liquidité), que les institutions officielles (y compris et même surtout étrangères) qui s'en servent comme un instrument de politique monétaire.

Cette situation était bien sûr loin d'être naturelle et s'explique en grande partie par la diplomatie financière des États-Unis. En

---

<sup>25</sup> En moyenne, 95% des volumes échangés sont néanmoins enregistrés à New York. Mais il n'empêche, les titres d'un État sont négociables en dehors de son territoire.

particulier, le gouvernement américain a su faire de ces titres des actifs stratégiques sans que ce soit exclusivement dû à la valeur de ces derniers ou à leur risque. Il a par exemple incité un certain nombre de ses alliés, notamment les pays du Golfe persique, à détenir ces titres sans que cela respecte forcément leurs intérêts financiers <sup>26</sup>. De même, la mise en place de ratios de capitalisation dans la régulation prudentielle des banques a permis de faire de ces titres ceux dont la pondération est la plus intéressante pour les banques. Le rôle du marché des titres du Trésor américain au niveau mondial est donc primordial. Il sert à évaluer la performance et le risque des autres titres (*Benchmark*), à couvrir des positions (*Hedging*) et à mener des politiques monétaires. Certains n'hésitent pas dès lors à le comparer à un bien public international, dans la mesure où il joue le même rôle que celui de l'or sous l'étalon-or <sup>27</sup>.

### **La croissance par l'endettement extérieur**

Toujours est-il que derrière cette dynamique de financiarisation de l'économie et de recentrage du système financier international sur les États-Unis se cache une tendance lourde de conséquence: la croissance américaine, certes nettement supérieure en moyenne que celle des autres économies développées depuis une vingtaine d'années <sup>28</sup>, dépend d'une manière toujours plus forte de l'endettement extérieur. En particulier, les ménages américains, voyant leurs revenus stagner, sont enclins à s'endetter de manière importante pour consommer toujours davantage, d'autant plus que les institutions les incitent à agir ainsi. Or, dans le même temps, l'État accumule des déficits qu'il faut bien financer par l'emprunt. Se pose alors une question majeure, celle de la soutenabilité d'une telle dynamique, et par extension de l'étalon-dollar.

Les économistes mettent en effet souvent en avant le faible taux d'épargne nationale des États-Unis. Les statistiques montrent

---

<sup>26</sup> L'exemple le plus fameux concerne le recyclage des pétrodollars dans les années soixante-dix.

<sup>27</sup> Albert M. Wojnilower, «Life without Treasury Securities: Portfolio Management and the Nature of Financial Crises Would Be Profoundly Different», *Business Economics*, October 2000, pp. 10-15.

<sup>28</sup> Trois pour cent par an en moyenne depuis les années quatre-vingt, ce qui est bien au-dessus de la moyenne des pays membres de l'OCDE.

d'ailleurs qu'il a commencé à chuter plus fortement au début des années quatre-vingt-dix. Durant toutes les années quatre-vingt, le taux d'épargne nette était compris entre 6% et 7% du PIB, alors qu'il est actuellement tout simplement égal à zéro <sup>29</sup>. La chute des années quatre-vingt-dix a donc été brutale. Ses déterminants sont relativement nombreux et agissent simultanément sur les deux éléments à la base du calcul de l'épargne, à savoir le revenu des ménages et leurs dépenses <sup>30</sup>. Mais on peut néanmoins isoler trois facteurs majeurs dont l'impact a été successif et cumulatif : la démographie, la financiarisation et les pratiques en matière d'endettement dans le contexte de financiarisation.

La chute du taux d'épargne des ménages s'explique en premier lieu par la démographie <sup>31</sup>, dont l'impact est antérieur à celui de la financiarisation. Les ménages âgés ont en effet tendance à augmenter leur consommation, notamment de médicaments, alors que, dans le même temps, la redistribution de revenus vers les générations âgées augmente du fait du vieillissement de la population. De plus, les préférences de consommation entre les générations sont différentes <sup>32</sup>. Enfin, les ménages américains ont tendance à moins épargner en prévision de leur retraite, du

---

<sup>29</sup> Les statistiques internationales parlent souvent du taux d'épargne brute, et non du taux d'épargne nette. L'épargne brute est la somme de l'épargne nette et d'un ensemble d'autres éléments, comme l'investissement net en biens durables ou la dépréciation du capital. La prise en compte de ces éléments dans le calcul du taux d'épargne permet d'une part d'effectuer des comparaisons internationales homogènes, et surtout a économiquement plus de sens. On obtient alors pour 2008 un taux d'épargne brute aux États-Unis de 14%.

<sup>30</sup> Voir à ce propos : Jonathan A. Parker, « Spendthrift America? On Two Decades of Decline in the U.S. Saving Rate », *NBER/Macroeconomics Annual*, 14, 2, 1999, pp. 317-370.

<sup>31</sup> L'étude de référence en la matière reste celle de Gokhale, Kotlikoff, Sabelhaus, Bosworth et Haveman de 1996 : « Understanding the Post War Decline in U.S. Saving: A Cohort Analysis », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1996, pp. 315-407.

<sup>32</sup> Les personnes nées entre 1920 et 1939 épargnent beaucoup moins que celles nées après, ce qui expliquerait la baisse du taux d'épargne d'une manière « non négligeable », étant donné que cette cohorte était à l'âge où les taux d'épargne sont normalement maximums dans les années quatre-vingt. Voir : Orazio P. Attanasio, « Cohort Analysis of Saving Behavior by U.S. Households », *Journal of Human Resources*, vol. 33, n° 3, 1998, pp. 575-609.

fait notamment de l'âge tardif à laquelle ils la prennent <sup>33</sup>, mais aussi du fait qu'ils n'auraient pas conscience de la nécessité de planifier leur épargne préventive, alors que, dans le même temps, il n'existe pas de système de cotisation obligatoire important<sup>34</sup>.

La chute du taux d'épargne s'explique en deuxième lieu par la dynamique de financiarisation à l'œuvre aux États-Unis. Plus particulièrement, deux facteurs découlant directement de la financiarisation de l'économie américaine sont en cause : l'effet de richesse induit sur le patrimoine des ménages et la baisse du taux d'inflation. Premièrement, l'effet de richesse <sup>35</sup> explique près des deux tiers de la chute. Ceci est dû en particulier à la hausse des inégalités couplées à une faible mobilité patrimoniale (les riches sont de plus en plus riches et restent les mêmes) <sup>36</sup>. Deuxièmement, l'inflation ayant beaucoup baissé à partir du début des années quatre-vingt-dix aux États-Unis, les ménages avec des actifs financiers ont eu tendance à baisser le niveau de leur épargne <sup>37</sup>.

<sup>33</sup> Tatiana Kirsanova, James Sefton, « A Comparison of Personal Sector Saving Rates in the UK, US and Italy », NIESR, *Discussion Papers*, n° 192, May 24, 2001. Disponible à l'adresse : < [www.niesr.ac.uk/pubs/dps/dp192.pdf](http://www.niesr.ac.uk/pubs/dps/dp192.pdf) >.

<sup>34</sup> Annamaria Lusardi, « The Impact of Financial Education on Savings and Asset Allocation », Michigan Retirement Research Center, *Working Paper*, 2003-061, October 2003. Disponible à l'adresse : < [http://www.mrrc.isr.umich.edu/research/publications/Working\\_Paper/wp.0306.pdf](http://www.mrrc.isr.umich.edu/research/publications/Working_Paper/wp.0306.pdf) >

<sup>35</sup> L'effet de richesse n'est envisageable qu'à partir du moment où l'on considère que l'épargne est plus qu'un acte qui consiste à ne pas utiliser une partie de son revenu pour la consommation courante durant la période considérée, ce que d'aucuns intitulent une épargne « active ». Les comportements de consommation et d'épargne des ménages peuvent en effet être substantiellement influencés par les plus-values latentes des actifs possédés, ce que d'aucuns appellent l'épargne « passive ». Sur ce point, voir : Annamaria Lusardi, Jonathan Skinner, Steven Venti, « Saving Puzzles and Saving Policies in the United States », NBER, *Working Paper*, 8237, April 2001. Disponible à l'adresse : < [www.nber.org/papers/w8237](http://www.nber.org/papers/w8237) >.

<sup>36</sup> Voir sur ce point la brillante analyse de Paul Krugman, récemment nobélisé, stigmatisant le retour des « barons voleurs » : Paul Krugman, *For Richer*, New York Times, october 20, 2002.

<sup>37</sup> Milleron note que cet effet compte pour 20% de la baisse totale du taux d'épargne des ménages américains. Jean-Claude Milleron, « Quel



La chute du taux d'épargne des ménages américains s'explique en troisième lieu par la logique même de l'endettement immobilier aux États-Unis. Même si l'endettement des ménages américains est traditionnellement élevé, les innovations financières couplées aux politiques d'incitation à l'accès à la propriété ont été décisives dans les dynamiques récentes. En particulier, le principe du prêt hypothécaire (le montant du prêt dépend non pas du revenu de l'emprunteur mais de la « valeur » du bien acquis) a eu des effets pervers. Les ménages ayant souscrit de tels prêts, alors que les prix immobiliers augmentaient sous l'effet d'une bulle spéculative, ont été fortement incités à utiliser les plus-values potentielles pour leur consommation courante<sup>38</sup>. En conséquence, la conjonction de la baisse de l'inflation au début des années quatre-vingt-dix et de la hausse de l'effet de richesse sur les ménages a eu pour effet de diminuer « par les deux bouts » leur incitation à épargner. Leur patrimoine augmentait de lui-même pendant que le pouvoir d'achat de la monnaie dans laquelle les actifs étaient libellés s'améliorait.

Dans ces conditions, l'endettement aux États-Unis ne pouvait qu'augmenter, d'autant plus que l'État accumule les déficits et que ceux-ci sont en augmentation notable depuis les années 2000<sup>39</sup>. Les chiffres montrent ainsi que la dette a fortement augmenté depuis les années soixante, passant de 290 à 9600 milliards de dollars entre 1960 et 2008, soit respectivement de 56 % à 68 % du PIB<sup>40</sup>. Ce niveau d'endettement est certes

---

risque le comportement des ménages fait-il peser sur l'économie nationale ? », Ambassade de France, *Rapport de l'Agence financière*, Washington D.C., AF/00.175/1A, 20 décembre 2000.

<sup>38</sup> Le principe est assez simple et peut s'assimiler à l'effet de richesse, même si cette fois-ci ce sont les pratiques et les règles bancaires qui en sont à l'origine. Un individu emprunte auprès d'une banque pour un logement dont la valeur est de 100 000 dollars. Quelques mois plus tard, le banquier lui indique que sa maison « vaut » désormais 120 000 dollars. Il lui propose donc une nouvelle marge de crédit de 200 00 dollars, qu'il peut utiliser à sa guise. L'individu trouve donc ici un substitut à sa carte de crédit, avec des taux nettement moins importants. Lorsque les revenus stagnent et que les prix immobiliers augmentent fortement, l'individu est donc confronté à une illusion qui lui permet de consommer plus en gagnant autant, voire moins. Une variante américaine du « travailler plus pour gagner plus » !

<sup>39</sup> Celui de 2008 sera de 4,5 % du PIB.

<sup>40</sup> Pour plus d'informations voir : <http://www.whitehouse.gov/omb/budget/>

raisonnable, si on le compare à d'autres pays développés, et ne s'explique pas par la hausse en volume des dépenses militaires, qui sont historiquement faibles. Il s'explique jusqu'aux années 2000 par la forte croissance des dépenses de santé, qui représentent seulement 2% du volume du budget en 1960 et près de 25% actuellement.

Toutefois, à partir de l'élection de George W. Bush, la dynamique de hausse du déficit budgétaire va s'accroître sous la pression de deux facteurs qui traduisent à eux seuls la logique de cette administration conservatrice. D'une part, le premier est la remise en cause de la progressivité de l'impôt sur le revenu. Par deux fois, en 2001 et en 2003, l'administration Bush a baissé les impôts des individus aux plus hauts revenus, pour un montant estimé à l'époque à respectivement 1 350 milliards et 670 milliards de dollars jusqu'en 2010<sup>41</sup>. D'autre part, la guerre au terrorisme, notamment islamique, en Afghanistan et en Iraq, aura un effet important sur le déficit budgétaire. L'effet d'entraînement des dépenses militaires sur les autres dépenses d'un État est en effet beaucoup plus fort en temps de guerre qu'en temps de paix. Les coûts de la guerre contre le terrorisme ne peuvent donc se limiter aux seuls coûts directs des opérations armées, déjà estimés au bas mot à près de 845 milliards de dollars, dont plus de 600 milliards pour les opérations en Iraq. En tenant compte des coûts indirects, comme les coûts pour les vétérans (notamment de santé), les coûts cachés dans les dépenses ordinaires (par exemple les coûts des activités sous-traitées, en forte hausse, et donc financées par d'autres ministères), les coûts en intérêts sur la dette, certains analystes obtiennent une facture estimée à près de 3 000 milliards de dollars<sup>42</sup>. Si elle peut sembler exagérée, cette hypothèse a le mérite de soulever l'impact à très long terme des campagnes militaires sur le budget des États-Unis. Les vétérans ont en effet tendance à coûter de plus en plus cher, du fait notamment qu'ils ont une espérance de vie en forte augmentation, que ce soit durant leur période d'engagement ou par la suite<sup>43</sup>. Et même si des marges de manœuvre ont été

<sup>41</sup> Il est fort possible que cette mesure ne soit pas permanente comme la prochaine administration est démocrate, mais rien n'est moins sûr.

<sup>42</sup> Voir les travaux de Joseph Stiglitz, un autre nobélisé : Joseph Stiglitz, Linda Bilmes, *The Three Trillion Dollar War*, New York and London, W.W. Norton & Company, 2008.

<sup>43</sup> Le paradoxe est en effet le suivant : l'amélioration des équipements mais aussi des techniques médicales et logistiques a pour conséquence

gagnées en volume sur les dépenses militaires *stricto sensus*<sup>44</sup>, il n'est pas sûr que les coûts sociaux des campagnes militaires n'auront pas un impact durable dans les autres ministères.

Les déficits publics ne sont donc pas près de se réduire, ce qui va maintenir la tendance à l'augmentation du déficit de la balance des paiements courants. En effet, malgré la crise, qui a tendance à réduire le déficit commercial, il est prévu pour 2008 un déficit courant de près de 4,6% du PIB américain, soit 660 milliards de dollars. L'endettement des États-Unis vis-à-vis du reste du monde ne peut donc qu'augmenter, ce qui pèse alors sur la soutenabilité d'une telle dynamique. Et sur ce point, les chiffres disponibles sont sans équivoque. La dette externe nette des États-Unis a fortement augmenté dès les années quatre-vingt, pour représenter à son plus haut niveau près de 30% du PIB, en 2004. En admettant pour hypothèse basse que le niveau de la dette externe en volume des États-Unis se maintienne d'une année sur l'autre, et au prix de calculs sophistiqués, on peut voir que chaque année, depuis le début des années 2000, le retour au niveau de dette externe nette en volume de l'année antérieure exigerait, s'il se produisait, une chute du PIB de plus en plus importante, de l'ordre de 4% à 5% actuellement<sup>45</sup>. Autrement dit, la soutenabilité de la dette externe nette dépend du taux de croissance aux États-Unis. Si celui-ci est trop fort, cela augmente la dette externe nette de sorte qu'un retour à un niveau plus faible nécessiterait une chute encore plus forte du PIB.

La soutenabilité d'une telle dynamique, c'est-à-dire sa reproductibilité, est donc posée avec une acuité toute particulière, puisque la crise financière semble corroborer la survenue de cet ajustement majeur. Mais encore une fois, les chiffres ne donnent pas toute la mesure de la notion de soutenabilité, dont le facteur le plus important, pour ce qui concerne le système financier

---

de faire baisser le ratio de décès sur le champ de bataille mais de faire augmenter celui de blessés et d'invalides. Or, ces derniers ont un régime de protection sociale plus avantageux que pour les autres individus aux États-Unis.

<sup>44</sup> Sur 20 ans le poids des dépenses militaires dans le PIB passe de 8 à 4%.

<sup>45</sup> Le lecteur intéressé par ces indicateurs de soutenabilité pourra lire : Grégory Vanel, *L'économie politique de l'étalon dollar. Les États-Unis et le nouveau régime financier international*, Thèse de doctorat, Grenoble et Montréal, novembre 2005, pp. 277-278 et pp. 384-385. Disponible en ligne : <http://www.cei.ulaval.ca/Pdf/these-vanel.pdf>.

international actuel, demeure de loin le rôle des acteurs publics, notamment des banques centrales des pays émergents, mais pas seulement elles.

## **Quand le politique conditionne la reproduction du régime**

Si, comme nous l'avons vu, la première caractéristique du régime financier international actuel est sa progressive apparition sous l'égide d'une politique financière décisive aux États-Unis, sa seconde grande caractéristique demeure le caractère éminemment politique de sa reproductibilité, donc de la soutenabilité des déséquilibres économiques. En effet, il apparaît que, malgré les larges déséquilibres macroéconomiques mondiaux qu'il contribue à amplifier, il génère aussi de très fortes incitations de nature politique à son maintien. En quelque sorte, on pourrait dire que ces forts déséquilibres macroéconomiques mondiaux, qui auraient dû selon la plupart des théories économiques disparaître d'une manière ou d'une autre depuis bien longtemps <sup>46</sup>, sont « compensés » par un autre équilibre beaucoup plus puissant, un équilibre de nature politique à la base de l'ordre économique et financier mondial, et dont les États, notamment leurs institutions en charge des questions monétaires et financières, sont les garants, ou du moins les chiens de garde <sup>47</sup>.

Cette dynamique a des causes politiques bien connues, de nature interne aux pays et très puissantes. En premier lieu, ce régime procure des gains substantiels à plusieurs groupes

---

<sup>46</sup> Voir sur ce point les deux grandes versions théoriques des mécanismes de l'ajustement privilégiées actuellement : John S. McCombie, Anthony P. Thirlwall, *Economic Growth and the Balance-of-Payments Constraint*, New York, St Martin's Press, 1994 ; et Maurice Obstfeld, Kenneth Rogoff, « The Intertemporal Approach to the Current Account », dans : Gene M. Grossman, Kenneth Rogoff, *Handbook of International Economics*, vol. III, chap. 34, 1995, Amsterdam, Elsevier Science Publishers B.V., pp. 1731-1799. Voir aussi : Gian Maria Milesi-Ferretti, Azaf Razin, « Current Account Sustainability », *Princeton Studies in International Finance*, n° 81, October 1996.

<sup>47</sup> Les États ont en effet leur mot à dire. Sur ce point voir : Benjamin J. Cohen, « Balance of Payment Financing: Evolution of a Regime », *International Organization*, vol. 36, n° 2, Spring 1982, pp. 457-478.

sociaux, au premier rang desquels les communautés financières<sup>48</sup> nationales et les firmes transnationales. Pour les premières, le régime d'accumulation financiarisé leur a permis de prospérer. La hausse des inégalités perceptible aux États-Unis l'est tout autant dans de nombreux pays ayant adopté le même type de politique (on pense en particulier à la Grande-Bretagne) et traduit donc là aussi une captation toujours plus grande de la richesse nationale par les élites financières. C'est d'ailleurs bien le sens qu'il faut donner à la cabale actuelle contre les parachutes dorés et autres stocks-options. Pour les secondes, leurs activités seraient bien plus difficiles sans d'une part les possibilités nouvelles qu'offrent la finance de marchés (financement, mais aussi neutralisation de la concurrence par le biais des OPA hostiles) et d'autre part par la possibilité d'évasion fiscale par le truchement des paradis fiscaux mais aussi des règles de divulgation comptables et des pressions politiques de toute nature (en vue d'obtenir des subventions par exemple). Ce régime procure, ou du moins procurait jusqu'il y a peu, des possibilités aux salariés, notamment là où la finance de marchés est le plus développée, alors que leurs revenus stagnent.

En second lieu, à un niveau plus macroéconomique cette fois, ce régime renforce l'importance de la croissance américaine pour les autres pays et plus particulièrement ceux de la périphérie. L'effet d'entraînement de la consommation américaine, donc des importations des États-Unis est tellement important que certains pays, notamment les pays émergents d'Asie du Sud-Est ou la Chine, ont une croissance qui dépend de manière prépondérante

---

<sup>48</sup> La notion de « communauté financière » peut porter à confusion. Au sens strict, on peut dire qu'elle est composée de ceux qui jugent et qui permettent la formation des prix des actifs. On aurait donc là l'ensemble des professionnels de la finance, c'est-à-dire ceux qui achètent et vendent des titres mais aussi ceux qui les évaluent (firmes d'audit, agences de notation, bourses de valeur, etc.). Mais au-delà de ce point de vue plutôt technocratique et étroit, la communauté financière d'un pays peut regrouper non seulement ces individus mais aussi l'ensemble des groupes rentiers, politiquement beaucoup plus importants, qui soutiennent et cautionnent la politique de mise en avant de la finance de marchés. C'est donc plus dans le sens de communauté d'intérêt qu'il faut aborder cette notion et moins dans celui de communauté de pratiques.

de la demande effective américaine <sup>49</sup>. On sait par exemple que la Chine ne pourrait créer les 20 millions d'emplois par an dont elle a besoin pour maintenir son régime politique dans des limites acceptables pour les autorités sans l'apport de son excédent commercial avec les États-Unis. Même les pays développés sont dépendants de la croissance américaine. Les chiffres que l'on obtenait avant le déclenchement de la crise actuelle en cas d'ajustement brutal des déséquilibres macroéconomiques mondiaux impliquaient une chute brutale et longue des taux de croissance en Europe, et surtout au Japon <sup>50</sup>.

Il n'est donc pas étonnant que les banques centrales des pays émergents mais aussi celles des pays développés acquièrent massivement des titres du Trésor américain, dans l'espoir de soutenir le peu de demande effective qu'il peut encore rester, tout en limitant au maximum les risques de dépréciation de la valeur de ces réserves, puisque les titres du Trésor sont supposés être les plus sûrs. En effet, ces achats massifs permettent de maintenir la faiblesse de leurs monnaies respectives et donc d'entretenir

---

<sup>49</sup> Sur ce point voir les travaux suivants portant sur le Nouveau *Bretton Woods*: Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau, Peter Garber, « An Essay on the Revived Bretton Woods System », NBER, *Working Paper*, 9971, September 2003; Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau, Peter Garber, « The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates & Exchange Rates in Center Countries », NBER, *Working Paper*, 10332, March 2004; Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau, Peter Garber, « Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery », NBER, *Working Paper*, 10626, July 2004. Michael P. Dooley, Peter Garber, David Folkerts-Landau, « The Two Crises of International Economics », NBER, *Working Paper*, n° 13197, June 2007.

<sup>50</sup> Voir sur ce point: Anne-Marie Brook, Franck Sédillot, Patrice Ollivaud, « Channel for Narrowing the US Current Account Deficit and Implications for Other Economies », OCDE, *Economics Department Working Papers*, n° 390, 18 May, 2004; Catherine L. Mann, « The US Current Account, New Economy Services, and Implications for Sustainability », *Review of International Economics*, vol. 12, n° 2, 2004, pp. 262-276; Dimitri B. Papadimitriou & Alii, « Is Deficit-Financed Growth Limited? Policies and Prospects in an Election Year », Levy Economics Institute of Bard College, *Strategic Analysis*, 07 avril 2004; Nouriel Roubini, Brad Setser, « The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances », New York University, Stern School of Business, September 2004.

la compétitivité de leurs exportations <sup>51</sup>. Les réserves de change mondiales ont d'ailleurs explosé depuis la crise asiatique de la fin des années quatre-vingt-dix, passant de près de 200 milliards de dollars en 1999 à plus de 1 800 milliards actuellement, dont près de 1 200 milliards pour les seules banques centrales des pays émergents, notamment la Chine <sup>52</sup>. Même s'il est difficile de savoir exactement quelle part est libellée en dollars, on estime que près des deux tiers le sont. Ainsi, en 2007, ce sont entre 800 et 950 milliards de réserves de change en dollars qui ont été ajoutés.

Se joue alors sous nos yeux, depuis désormais près d'une décennie, un gigantesque mécanisme d'arbitrage macroéconomique mondial <sup>53</sup>. Les États-Unis sont en effet en mesure d'emprunter à court terme, à de faibles taux d'intérêt, sur des véhicules financiers qui n'impliquent pas de contrôle de la part des acquéreurs étrangers (des obligations, notamment des titres du Trésor), alors que, dans le même temps, ils investissent à long terme à l'étranger dans des actifs qui impliquent un contrôle de l'activité économique (des actions) et une rentabilité nettement supérieure (en particulier dans le secteur des services). Les fondements de l'hégémonie financière américaine ne sont donc pas seulement liés à des considérations d'ordre purement économique, puisque cet arbitrage a l'avantage d'une part de permettre un contrôle important de l'appareil productif mondial par les intérêts financiers américains, et d'autre part de socialiser les pertes en cas de problèmes, comme nous le voyons actuellement.

Il ne faudrait toutefois pas dresser un portrait trop alambiqué de la situation, car, dans le même temps, cette dynamique se fait au prix d'un équilibre de terreur du même type que celui du temps de la guerre froide, mais où les têtes nucléaires sont remplacées par des réserves de change. D'une part, le secteur financier

---

<sup>51</sup> Contrairement aux écrits des analyses économiques standard, ces pays n'ont pas peur des attaques spéculatives à la baisse sur leurs monnaies. Si tel était le cas, le niveau actuel de réserves en dollars seraient totalement disproportionné.

<sup>52</sup> Brad Setser, « Sovereign Debt and Sovereign Power », *Council Special Report*, n° 37, Council on Foreign Relations, septembre 2008, p. 10.

<sup>53</sup> Voir à ce propos : Herman Schwartz, « Debt, Power and the Single Hegemon », *Paper presented at the Rethinking Marxism 6<sup>th</sup> Conference*, Amherst (MA), October 2006.

s'accapare une part toujours plus importante du produit mondial en laissant sur le bord de la route les salariés, contradiction d'autant plus forte que ces derniers soutiennent par leurs acquisitions immobilières, comme nous l'avons vu, l'ensemble du système. D'autre part, les pays développés, et particulièrement les États-Unis, laissent entre les mains de régimes autocratiques la poursuite de la croissance mondiale. Bien sûr, tout le monde aurait à perdre de la fin des pratiques observées, mais les plus gros perdants seraient d'abord les États-Unis<sup>54</sup>. Le dollar était déjà devenu un actif stratégique, dont le support principal était les titres du Trésor américain, mais la crise semble amplifier ce phénomène, comme en témoigne sa soudaine vigueur depuis le mois d'août dernier. Enfin, certains pays subissent de plein fouet la crise, notamment à la périphérie. Premièrement, le coût mais surtout l'accès au financement externe de l'activité économique posent désormais des problèmes majeurs au système bancaire, d'autant que les investisseurs étrangers ont tendance à rapatrier leurs capitaux et que la croissance de l'endettement a été forte<sup>55</sup>. Deuxièmement, certains pays massivement exportateurs de biens primaires voient leurs revenus diminuer avec la chute de leurs prix<sup>56</sup>, de sorte que le solde de leur balance courante s'est très fortement dégradé. Enfin, les marges de manœuvre des autorités monétaires sont très souvent inexistantes, dans la mesure où les taux d'intérêts réels sont déjà négatifs, du fait de la forte

---

<sup>54</sup> On rapporte d'ailleurs que le plan de sauvetage et la renationalisation de Fannie Mae et Freddie Mac serait fortement lié à une menace de la Chine qui détient environ un cinquième de ses réserves de change en titres émis par ces deux entités.

<sup>55</sup> Le financement sur les marchés d'actifs est lui-même fortement compromis, tant son coût est prohibitif. Le FMI rapporte une hausse de plus de 400 points de base de la prime de risque dans les pays émergents, désormais à près de 1000 points de base. Voir : International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, Washington D.C., October 2008, p. 47. Disponible à cette adresse : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/02/pdf/text.pdf>.

<sup>56</sup> En particulier les pays dont la part des importations de biens primaires est plus faible que celle des exportations, comme la Hongrie, la Pologne, la Roumanie mais aussi le Pakistan. Voir : International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, Washington D.C., October 2008, p. 46. Disponible à cette adresse : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/02/pdf/text.pdf>.



inflation héritée de la hausse du prix des matières premières des deux dernières années.

### **Conclusion : plus ça change, plus c'est pareil !**

La crise actuelle, tout importante et majeure soit-elle, a des conséquences qui pourraient paraître inattendues sans la lecture des pages qui précèdent. Comment expliquer en effet cette soudaine vigueur du taux de change du dollar ? Comment comprendre aussi les discours clairement interventionnistes des chefs d'État et de gouvernement, notamment européens ? Surtout, à quelle coopération font-ils référence puisqu'il leur a souvent été difficile de participer de manière coordonnée à la régulation financière mondiale depuis de nombreuses années ? La réponse se trouve dans le comportement des acteurs à partir du mois d'août dernier. Les chiffres montrent en effet d'une part que les entrées nettes de capitaux privés aux États-Unis ont chuté, mais que dans le même temps l'appétit des banques centrales étrangères et des nouveaux fonds souverains pour les titres du Trésor américain n'a jamais été aussi élevé (523 milliards de dollars entre août 2007 et août 2008, contre 207 milliards sur les 12 mois précédents août 2007) <sup>57</sup>. On voit donc se répéter des pratiques très nettement favorables au maintien du régime d'étalon-dollar.

La nature stratégique du dollar joue à plein, à tel point que certains États comme celui de la Corée du Sud, n'ayant pas eu accès, dans un premier temps, aux lignes de crédit offertes par la Réserve fédérale dans le cadre de gigantesques accords monétaires entre banques centrales (des accords dit de *swap*), commençaient à redouter un manque de dollars pour leurs interventions<sup>58</sup>. La création d'une nouvelle facilité de crédit par le FMI dédiée à ces pays en difficulté pourrait donc servir à combler ce problème <sup>59</sup>. Mais dans le même temps, tous les pays

---

<sup>57</sup> Voir sur ce point les statistiques du département du Trésor: <http://www.treas.gov/tic/>.

<sup>58</sup> Un accord de swap vient d'être signé entre la Réserve fédérale, la Banque centrale du Brésil, la Banque du Mexique, la Banque de Corée et les autorités monétaires de Singapour. Il va permettre à ces pays d'avoir un accès privilégié au dollar.

<sup>59</sup> Il s'agit de la facilité de crédit à court terme, qui peut au maximum correspondre à 5 fois la quote-part d'un pays, pour des prêts à court terme de trois mois.

en difficulté ne pourront y avoir accès puisque la conditionnalité, même allégée, n'a pas disparu. On voit donc apparaître, malgré les intentions de coordination entre les banques centrales, une nouvelle ligne de partage entre les pays du Nord et ceux du Sud, entre les autorités monétaires qui auront accès au dollar moyennant des accords bilatéraux, et celles qui devront faire appel au Fonds Monétaire International, dans des conditions économiquement et politiquement nettement moins favorables. Ces accords de *swap* interviennent certes à un moment où ils renforcent les capacités d'intervention simultanée des banques centrales, mais surtout au cœur de l'autre agenda financier international, celui de la réforme du FMI, en proie à une crise de légitimité majeure, et de la prise en compte des considérations des pays du Sud. Il est encore trop tôt pour se prononcer sur les motivations réelles des autorités américaines dans la signature de ces accords, mais il apparaît surprenant que ceux-ci soient accordés précisément à des pays (notamment le Brésil) qui étaient à la tête de la contestation.

L'instabilité financière a donc un rôle tout à fait particulier dans le régime financier international actuel. Elle semble renforcer le besoin en titres du Trésor américain de la part des banques centrales en temps de crise, alors qu'elle incite les acteurs privés à en détenir pour prévenir leurs problèmes de financement. Elle semble accentuer le clivage nord-sud mais dans le même temps faciliter des rapprochements entre les États-Unis et de grandes économies émergentes. Elle semble enfin renforcer le statut des États-Unis au moment même où il est de plus en plus fortement contesté. Quel autre facteur pourrait être aussi puissant pour consolider l'hégémonie financière des États-Unis et l'ordre économique, et surtout politique, qui en découle ?

Octobre 2008