

## Se limiter à réglementer la finance ne résoudra rien

*Les Etats, les opinions, les banques centrales veulent re-réglementer la finance, ce qui est nécessaire : mise en place de règles contracycliques, généralisation de la surveillance prudentielle, responsabilisation des prêteurs, réduction de la prise de risque...*

*Mais si la crise aboutit seulement à une réglementation accrue, même intelligente, de la finance, rien ne sera résolu :*

- *il faut que la création monétaire mondiale soit contrôlée, ce qui implique d'une part que les Banques Centrales arrêtent de créer inutilement de la monnaie, d'autre part que les choix de régime de change des pays soient coordonnés, normalement par le FMI, ce qui pose la question du rôle souhaité par le FMI ;*
- *il faut que les économies réelles des pays de l'OCDE retrouvent la croissance et des possibilités d'accroître les salaires réels, c'est-à-dire que la spécialisation productive de ces pays redevienne efficace. Si cela n'est pas fait, le rejet de la mondialisation, l'appel au protectionnisme continueront à s'amplifier, et ceci d'autant plus que la réglementation de la finance empêchera de cacher par le crédit la misère des économies.*

### Les quatre axes de la réglementation de la finance après la crise

Il existe un assez grand consensus autour de quatre axes pour réglementer plus efficacement la finance après la crise :

1. **rendre les règles contracycliques.** Pour éviter que l'interaction entre les normes compatibles et les règles prudentielles ne soit déstabilisante (procyclique), il est communément admis que le capital réglementaire et les réserves de liquidité doivent être plus élevés dans les périodes d'expansion, que le mark-to-market comptable doit être lissé dans le cycle ;
2. **généralisation de la surveillance prudentielle.** La surveillance prudentielle doit être étendue aux non-banques (hedge funds, fonds de LBO...) et aux places offshore, afin d'éviter la délocalisation des actifs à risque des banques vers les zones non-réglées (SIV offshore...);
3. **responsabilisation des prêteurs.** La titrisation avait déresponsabilisé les banques, en ce qui concerne l'analyse de la solidité financière des emprunteurs, le risque de défaut étant transféré aux détenteurs des actifs titrisés (ABS...); maintenir dans les banques la partie la plus risquée des crédits titrisés (tranches equity) générerait donc des incitations favorables ;
4. **réduction de la prise de risque.** Le développement excessif des activités très risquées des banques (trading pour compte propre) joue un rôle important dans le développement de la crise ; il paraît raisonnable d'isoler les activités traditionnelles des banques (intermédiation, origination, gestion de la liquidité) des activités les plus risquées, ce qui reviendrait à remettre en place un Glass Steagall Act renoué.

Ces quatre directions pour la réglementation financière nous paraissent convenables, et à nouveau font l'objet d'un assez large consensus.

Mais nous allons développer ici la thèse suivante : **même si ce type de réglementation était mis en place :**

- **d'autres crises financières se produiraient ;**
- **le rejet de la mondialisation, l'appel au protectionnisme continueraient à s'amplifier.**

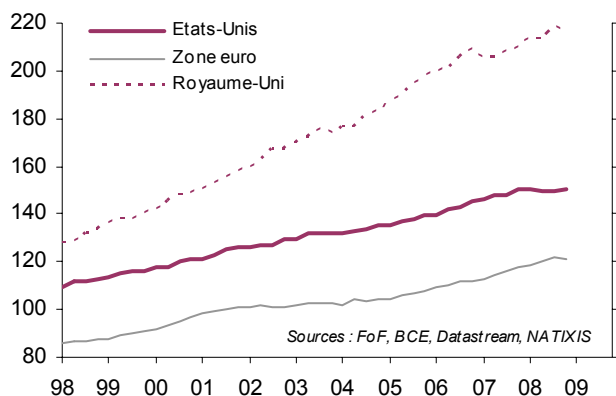
**Pour « sauver » la mondialisation, éviter le protectionnisme, éviter d'autres crises, il faut aussi, en plus de ces réglementations « intelligentes » :**

- **contrôler la création monétaire mondiale, ce qui revient à superviser et coordonner les choix des pays en matière de politiques monétaire et de change ;**
- **retrouver, par une spécialisation productive efficace, les chemins de la croissance et de la hausse des revenus dans les grands pays de l'OCDE.**

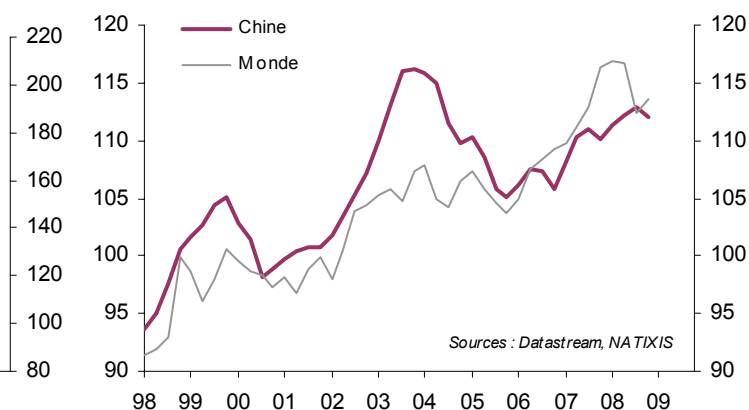
## Le nécessaire contrôle monétaire mondial

L'excès d'endettement (graphiques 1a/1b), les bulles sur les prix des actifs (actions, immobilier, graphique 2a, prix des matières premières en 2007 et au début de 2008, graphique 2b) sont liés aux déficiences de la réglementation.

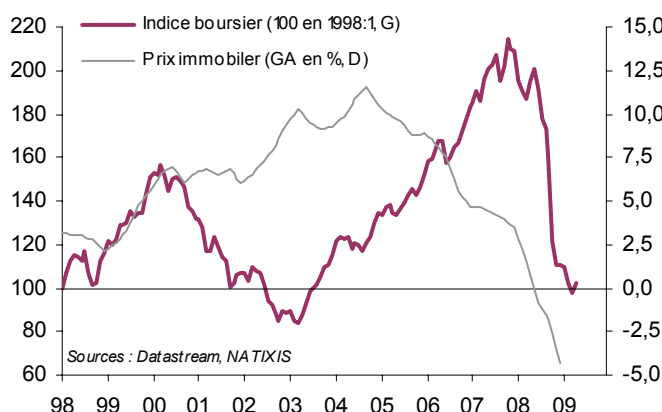
**Graphique 1a**  
Dette des ménages et des entreprises  
(en % du PIB)



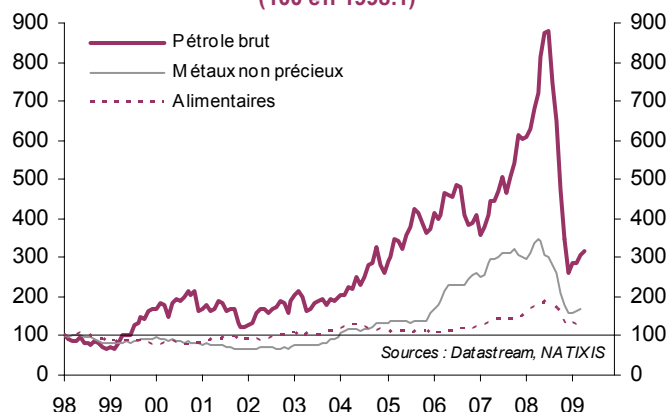
**Graphique 1b**  
Crédit (en % du PIB)



**Graphique 2a**  
Monde : indice boursier et prix de l'immobilier



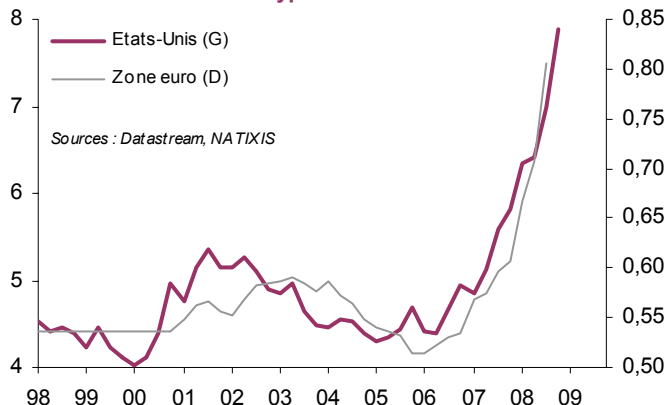
**Graphique 2b**  
Prix spot des matières premières en dollars  
(100 en 1998:1)



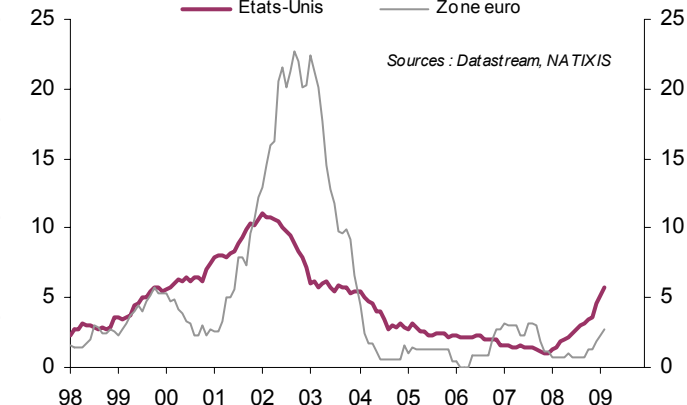
C'est parce que les banques n'étaient pas freinées par une réglementation contracyclique, qu'elles ont prêté sans analyser la solidité des emprunteurs (ménages, fonds...), qu'il a pu y avoir excès de distribution de crédit, donc excès de demande des divers actifs.

**Mais ces défaillances de la réglementation n'auraient pas conduit au même résultat** (excès d'endettement, donc hausses à répétition des défauts des emprunteurs, graphiques 3a-3b, explosion des bulles sur les prix des actifs, graphiques 2a-2b) s'il n'y avait pas en excès de création de la liquidité mondiale.

**Graphique 3a**  
Taux de défaut des ménage sur les crédits hypothécaires

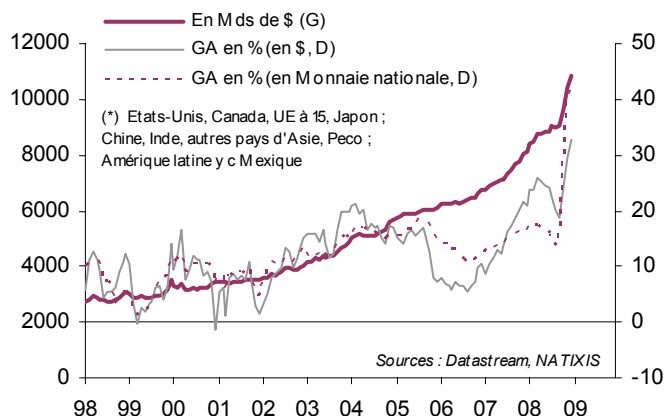


**Graphique 3b**  
Taux de défaut sur corporates high yield



Cet **excès de liquidité mondiale (graphique 4)** a permis que soit refinancée sans difficulté la distribution rapide du crédit : elle a donc fourni les « munitions » aux bulles, que les défauts de la réglementation rendaient possibles.

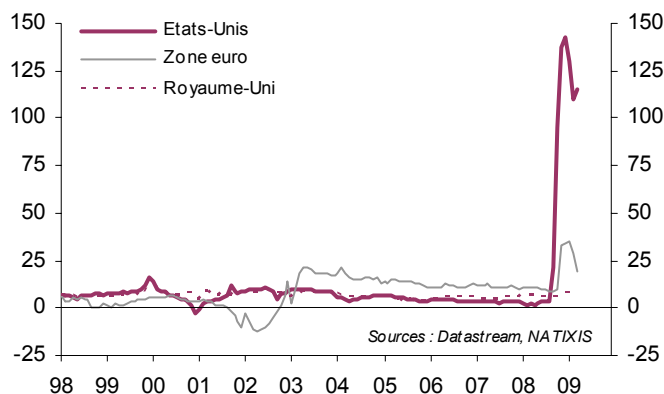
**Graphique 4**  
Base monétaire mondiale (\*)



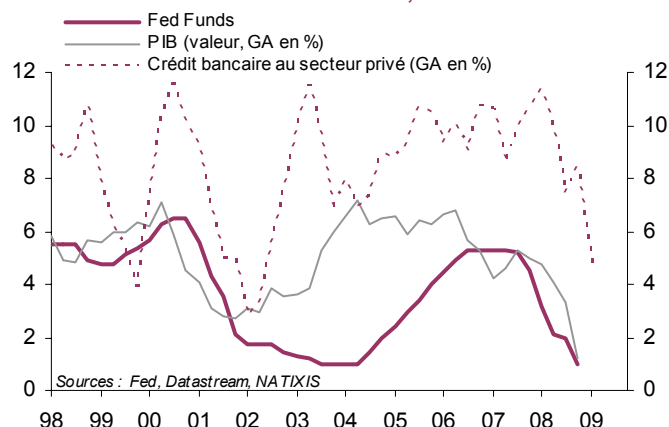
**La liquidité mondiale excessive a deux causes qui se cumulent :**

- **les politiques monétaires des grands pays de l'OCDE**, qui sont extrêmement expansionnistes dans les périodes de crise (**graphique 5**), et qui sont procycliques dans les périodes de croissance avec des taux d'intérêts des Banques Centrales qui ne deviennent pas supérieurs aux taux de croissance (**graphiques 6a-6b-6c**) même si le crédit prospère rapidement ;

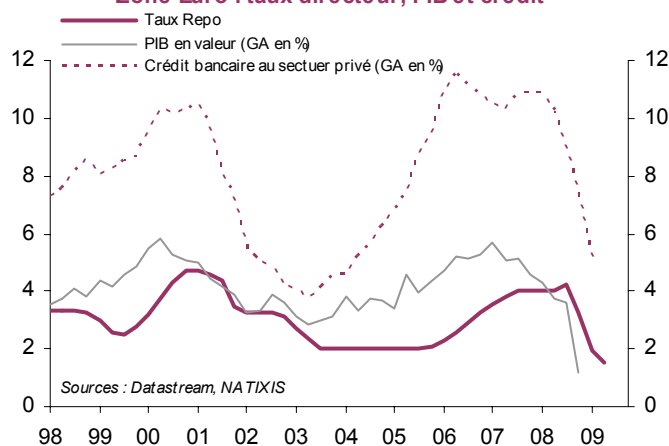
**Graphique 5**  
**Base monétaire**  
**(en monnaie nationale, GA en %)**



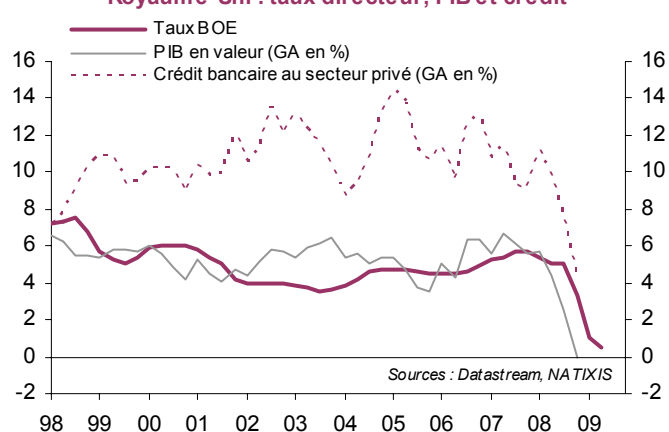
**Graphique 6a**  
**Etats-Unis : taux directeur, PIB et crédit**



**Graphique 6b**  
**Zone Euro : taux directeur, PIB et crédit**

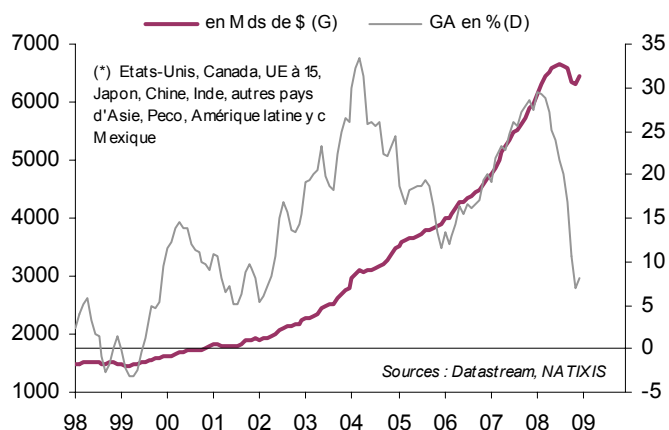


**Graphique 6c**  
**Royaume-Uni : taux directeur, PIB et crédit**



- l'accumulation de réserves de change par les Banques Centrales (surtout des pays d'Asie et des pays exportateurs de pétrole, **graphique 7**) qui conduit à une création monétaire équivalente ;

**Graphique 7**  
**Réserves de change mondiales**

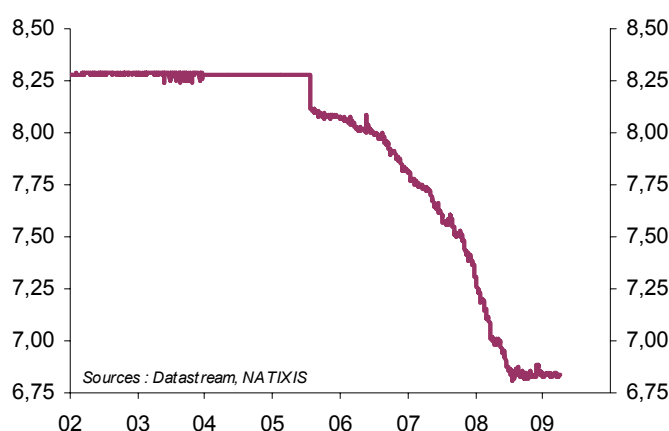


Contrôler la création monétaire (de liquidités) mondiale, impliquerait donc :

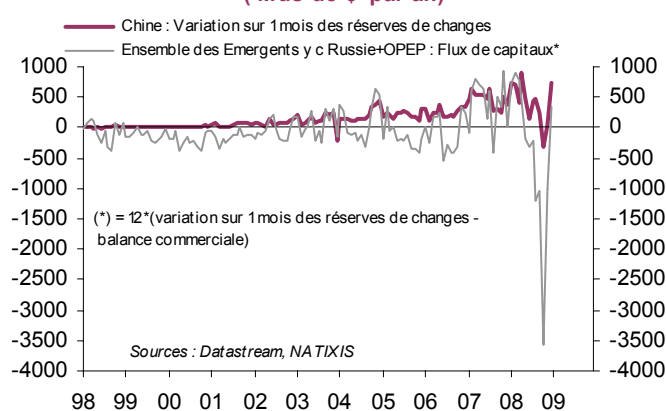
- **d'obtenir des Banques centrale des pays de l'OCDE qu'elles passent à des politiques monétaires contracycliques en période d'expansion et qu'elles reprennent (détruisent) les liquidités qu'elles ont créées durant les crises. Ceci n'a jamais été le cas dans le passé,** probablement parce que les Banques Centrales ne veulent pas prendre de risques avec la croissance après les récessions, et parce qu'elles n'osent pas faire exploser par une politiques monétaire plus restrictive les bulles sur les prix des actifs une fois qu'elles ont apparû ;
- **d'obtenir des pays émergents et exportateurs de pétrole une flexibilisation de leur régime de change, c'est-à-dire qu'ils renoncent à sous-évaluer leurs devises** en achetant des dollars (des euros) et en créant ainsi de la monnaie.

**Il est peu probable que ce renoncement à la sous-évaluation ait lieu.** En particulier, l'ancrage à nouveau du RMB au dollar à partir de juin 2008 (**graphique 8**) va exactement en sens opposé. Il exige déjà une reprise de l'accumulation de réserves de change par la Chine, dès que les rapatriements de capitaux des émergents vers les Etats-Unis qui soutenaient le dollar à la fin de 2008 ont cessé (**graphique 9**).

**Graphique 8**  
Taux de change RMB/\$



**Graphique 9**  
Réserves de change et flux de capitaux  
( Mds de \$ par an)



### Le rôle du FMI

Ceci pose de manière centrale la question du rôle du FMI. Sous le régime de Bretton-Woods (1945-1971), le FMI était en charge de l'aide aux pays en difficulté (subissant une crise de balance des paiements), de la surveillance des situations et des déséquilibres macroéconomiques, **mais aussi de la supervision du régime de change. Un pays membre du FMI ne pouvait pas dévaluer sa monnaie sans l'accord du FMI**, de manière à ce que les dévaluations soient liées à des problèmes structurels graves (perte sévère de compétitivité) mais pas à la volonté de gagner ainsi indûment de la compétitivité.

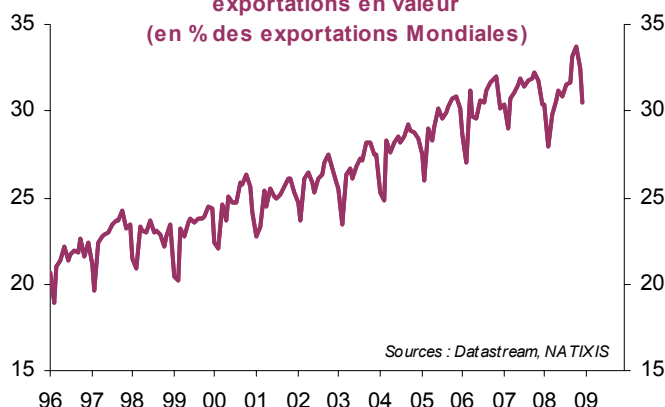
**Aujourd'hui, le régime de change est choisi de manière unilatérale par les pays.** Les moyens d'intervention du FMI vont être accrus, son rôle d'analyse des situations macroéconomiques va être confirmé, mais **le FMI n'aura toujours aucun pouvoir de décision en ce qui concerne les choix des régimes de change. Tant que ce sera le cas et que les pays pourront inopinément manipuler leurs devises en accumulation des réserves de change, il ne faut pas espérer que la création monétaire mondiale puisse être contrôlée.**

**Spécialisation productive, désindustrialisation et rejet de la monétisation**

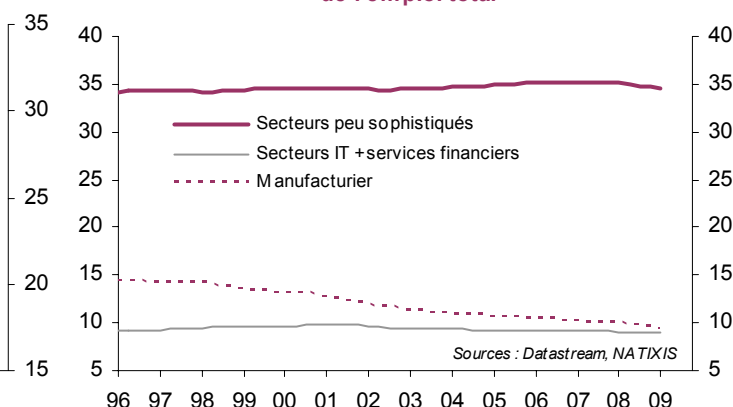
Un contrôle plus efficace de la finance contribuera à rendre la mondialisation plus acceptable et moins rejetée par les opinions. **Mais ce rejet de la globalisation et la demande liée de protectionnisme resteront alimentées, si seule la réglementation financière est reformée, par les problèmes d'économies réelles des grands pays de l'OCDE.**

Il y a au départ **l'évolution de la spécialisation productive : les grands pays de l'OCDE**, confrontés à la concurrence croissante des émergents (visible à la hausse de la part de marché de ces pays, **graphique 10**) ont **déformé la structure de leurs économies au détriment de l'industrie et en faveur d'une part des services sophistiqués (IT, finance) mais qui restent de petite taille sauf au Royaume-Uni et surtout d'autre part des secteurs peu sophistiqués** (distribution, construction, services aux particuliers, transports, loisirs, hôtels, restaurants, **graphiques 11a-11b-11c-11d**).

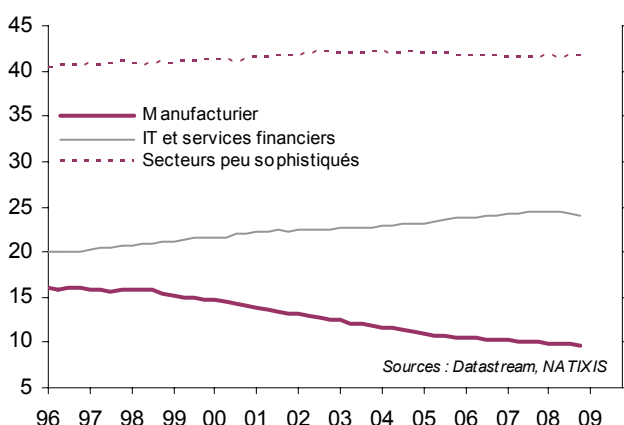
**Graphique 10**  
Ensemble des émergents hors Russie+OPEP :  
exportations en valeur  
(en % des exportations Mondiales)



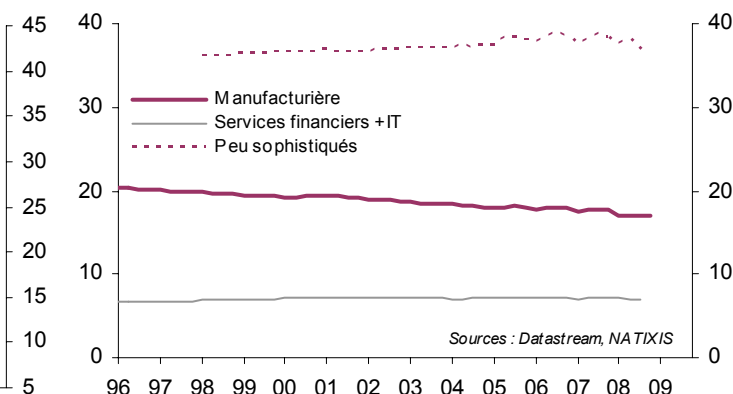
**Graphique 11a**  
Etats-Unis : emploi par secteur en %  
de l'emploi total



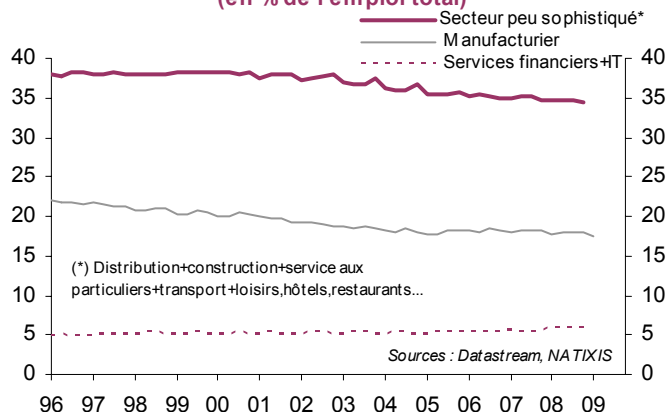
**Graphique 11b**  
Royaume-Uni : emploi par secteur en %  
de l'emploi total



**Graphique 11c**  
Zone euro : emploi par secteur (en % du total)

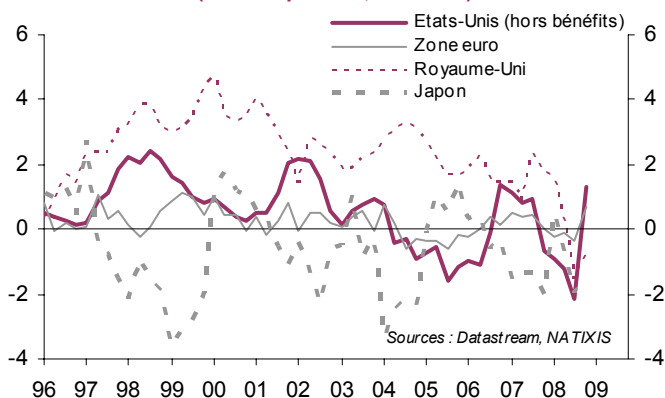


**Graphique 11d**  
**Japon : emploi par secteur**  
**(en % de l'emploi total)**

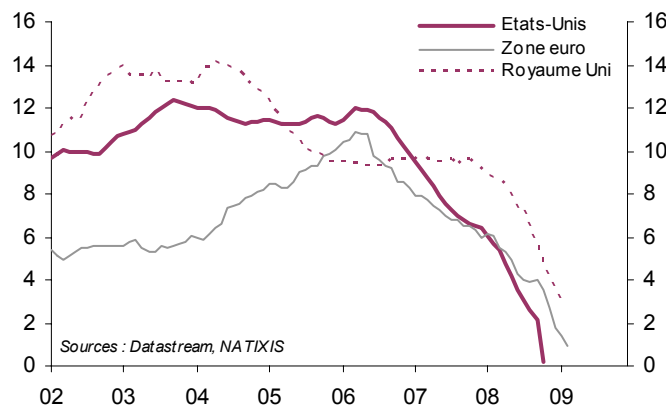


Cette déformation de la structure de l'économie se fait donc surtout des emplois « milieu de gamme » (industrie) vers les emplois « bas de gamme » (secteurs domestiques peu sophistiqués), d'où la compression à la baisse des salaires réels, sauf au Royaume-Uni avec le poids de la finance (graphique 12). Cette baisse des salaires par tête a été pendant de nombreuses années compensée par la hausse du crédit aux ménages (graphique 13, sauf au Japon).

**Graphique 12**  
**Salaires réels par tête**  
**(déflaté par CPI, GA en %)**



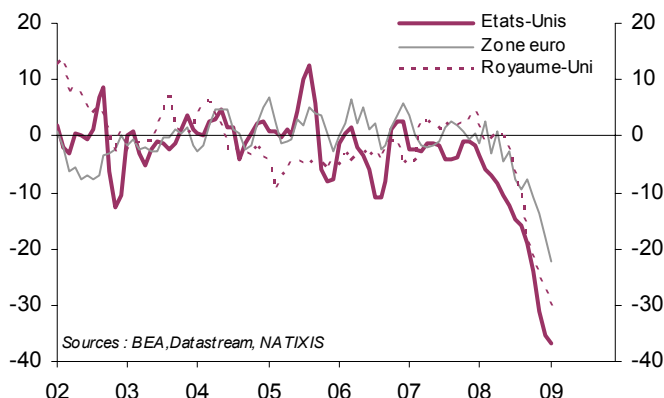
**Graphique 13**  
**Crédits bancaires aux ménages (GA en %)**



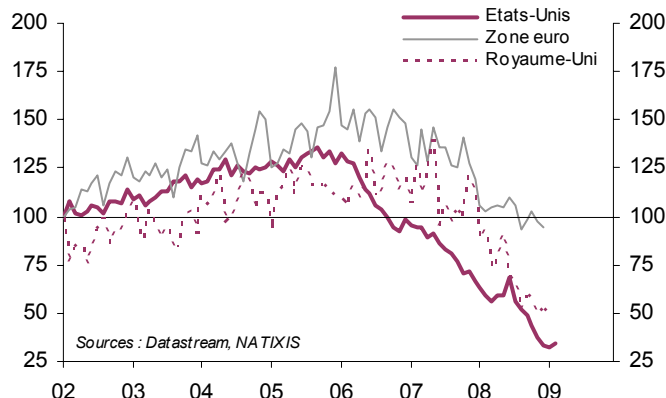
Mais cette compensation par le crédit a disparu aujourd'hui, ce qui va de plus dégrader la capacité à créer des emplois dans les secteurs où la demande est liée au crédit (automobile construction, graphiques 14a/14b).



**Graphique 14a**  
Ventes de voitures (GA en %)



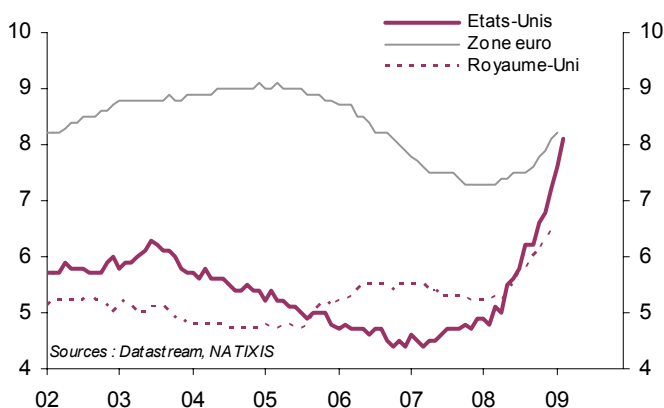
**Graphique 14b**  
Permis de construire (100 en 1998:1)



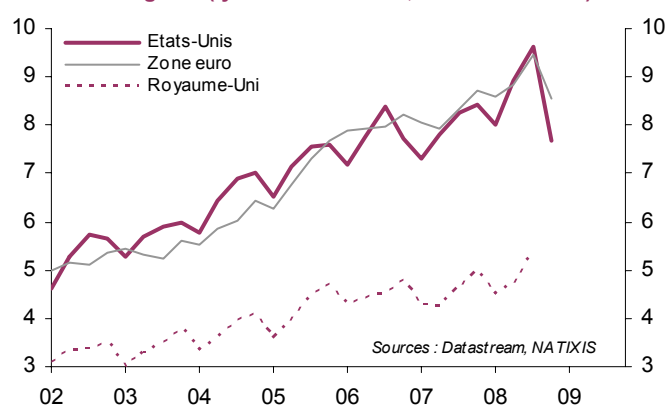
Si aucune réforme structurelle n'est mise en place, la perspective est donc aujourd'hui :

- **la faiblesse des salaires** (voir graphique 12 plus haut) ;
- **la dégradation du marché du travail**, les emplois liés au crédit ne compensant plus les pertes d'emplois industriels (**graphique 15**) ;
- **la poursuite de la hausse de la part de marché des pays émergents** (**graphique 16**), c'est-à-dire la poursuite de la désindustrialisation.

**Graphique 15**  
Taux de chômage



**Graphique 16**  
Importations en valeur depuis l'ensemble des émergents (yc Russie + OPEP, en % PIB valeur)



Pour éviter cette perspective, **la seule solution est la montée en gamme : développement de l'emploi et de la production dans des industries et des services plus sophistiqués, à niveau de productivité plus élevé, donc à salaire plus élevé.** Ceci sera plus facile dans les pays où **l'effort d'innovation** est élevé depuis plus longtemps que dans les autres pays (en particulier, Espagne, Italie, **tableau 1**).

**Tableau 1a**  
Dépenses de R&D totales (en % du PIB)

Pays	2007
Etats-Unis	2,68
Royaume-Uni	1,82
Japon	3,39
Allemagne	2,53
France	2,08
Espagne	1,20
Italie	1,14
Suède	3,63
Pays Bas	1,73

**Tableau 1b**  
Dépenses de R&D en entreprises (en % du PIB)

Pays	2007
Etats-Unis	1,78
Royaume-Uni	0,80
Japon	2,62
Allemagne	1,73
France	1,10
Espagne	0,57
Italie	0,46
Suède	2,89
Pays Bas	1,04

**Tableau 1c**  
Nombre de chercheurs (pour 10000 emplois)

Pays	2006
Etats-Unis	78,62
Royaume-Uni	32,33
Japon	75,73
Allemagne	43,76
France	45,31
Espagne	20,22
Italie	12,69
Suède	86,27
Pays Bas	27,67

**Tableau 1d**  
Nombre de brevets triadiques (par million d'habitants)

Pays	2006
Etats-Unis	53,91
Royaume-Uni	27,51
Japon	111,35
Allemagne	74,86
France	39,86
Espagne	5,53
Italie	13,20
Suède	72,43
Pays Bas	72,62

Source : OCDE, principal indicateur de la science et de la technologie

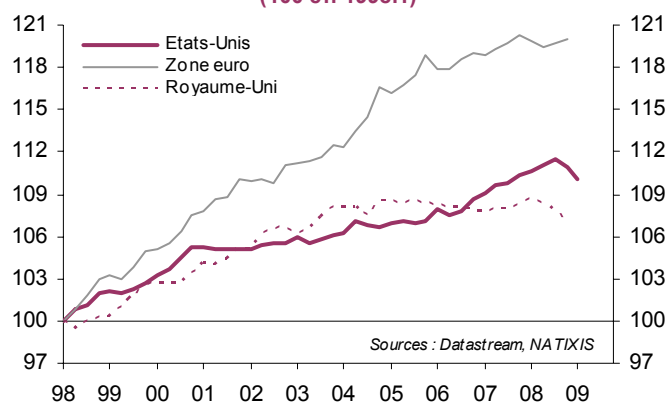
**Tableau 1e**  
**Dépenses publiques dans l'enseignement supérieur par étudiant**  
**En équivalents US \$ convertis sur la base des PPA)**

	2003	2004	2005
Etats-Unis	24 074	22 476	24 370
Allemagne	11 594	12 255	12 446
France	10 704	10 668	10 995
Espagne	8 943	9 378	10 089
Italie	8 764	7 723	8 026
Pays Bas	13444	13 846	13 883
Japon	11 556	12 193	12 326
Suède	16 073	16 218	15 946
Zone euro*	10 413	10 484	10 799
Royaume Uni	11 866	11 484	13 506

Source : OCDE, principaux indicateur de la science et de la technologie

Les services domestiques, les services à la personne, créent des emplois (**graphique 17**), mais il s'agit d'emplois le plus souvent peu sophistiqués, à temps partiel, mal rémunérés, nécessitant que d'autres secteurs de l'économie créent des surplus dépensables en services.

**Graphique 17**  
**Emploi dans les services aux particuliers**  
**(100 en 1998:1)**



S'il continue à y avoir dans les grands pays de l'OCDE pertes de parts de marché, déformation du marché du travail vers les emplois peu qualifiés, baisse induite des salaires par tête, il est certain que la mondialisation sera rendue coupable de cette situation, que le recours au protectionnisme sera réclamé, alors que le problème est l'absence d'une spécialisation productive permettant d'assurer la croissance des emplois qualifiés et des salaires.

**Synthèse : réglementer  
la finance n'est pas  
tout**

Réglementer la finance dans les quatre directions que nous avons indiquées (mise en place des règles contracycliques, généralisation de la surveillance prudentielle, responsabilisation des prêteurs, réduction et isolation des activités à risque) est important. Mais nous pensons que si **cette réglementation des acteurs de la finance n'est pas accompagnée** :

- **d'un contrôle de la création monétaire du Monde**, ce qui implique des politiques monétaires contracycliques dans les grands pays de l'OCDE, et la présence d'une autorité (normalement le FMI) qui puisse mettre de l'ordre dans le choix de leur régime de change par les différents pays ;
- **d'une spécialisation productive** (montée en gamme de l'industrie et des services) qui **permette d'obtenir une croissance de l'emploi** et des salaires **réels** dans les grands pays de l'OCDE, alors que le modèle précédent organisait le remplacement des emplois qualifiés de l'industrie par les emplois peu qualifiés des secteurs peu sophistiqués, **alors d'une part d'autres crises financières brutales se produiront en raison de l'excès de liquidité, d'autre part le rejet de la globalisation, conduisant à la demande de protectionnisme, s'amplifiera.**