

Discipliner la finance, Patrick Artus

L'accroissement du poids de la finance par rapport à l'économie réelle change profondément le fonctionnement des économies et accroît fortement le risque de crise.

Alors que, dans le passé, c'étaient les chocs de l'économie réelle qui influençaient la sphère financière, ce sont aujourd'hui les chocs financiers qui conduisent au dérèglement de l'économie réelle et du système monétaire international.

Si la menace d'une nouvelle crise de très grande ampleur ce précise, elle n'est pourtant pas inéluctable.

Ce livre propose des solutions concrètes pour discipliner la finance et éviter la répétition des crises et favoriser le passage à une véritable finance de long terme,

Patrick Artus est professeur associé à l'université Paris-I Panthéon-Sorbonne et Chef économiste de Natixis.

Si on définit le poids de la finance comme l'ensemble des crédits, des obligations, des actions et des actifs monétaires, on constate que la finance mondiale pèse aujourd'hui près de 400 000 milliards de dollars, alors que le Produit Intérieur Brut du Monde est de 90 000 milliards de dollars.

L'idée centrale de ce livre est que l'accroissement du poids de la finance par rapport à l'économie réelle change profondément le fonctionnement des économies et accroît fortement le risque de crise.

Alors que, dans le passé, c'étaient les chocs de l'économie réelle (récessions ou au contraire poussées de la croissance) qui influençaient la sphère financière, ce sont aujourd'hui les chocs financiers (correction des excès d'endettement, explosion des bulles sur les prix des actifs) qui conduisent au dérèglement de l'économie réelle.

La globalisation de l'économie réelle a été le processus dominant des années 1980-1990, mais c'est aujourd'hui la globalisation de la finance qui doit faire l'objet des analyses. C'est elle qui est le facteur dominant derrière les crises économiques et financières.

Fin de la globalisation de l'économie réelle

Nous allons voir, d'ailleurs, que la dynamique de globalisation de l'économie réelle s'est arrêtée et qu'elle commence à s'inverser, tandis que la crise financière de 2008-2009 n'a pas mis fin à la globalisation de la finance.

La globalisation de l'économie réelle a fait bien sûr, depuis 20 ans, l'objet de beaucoup d'analyses et de critiques. Elle se manifeste par l'ouverture des échanges entre les pays développés et les pays émergents, par ce qu'il est commun d'appeler la « segmentation des chaînes de valeur », c'est-à-dire l'éclatement des processus de production entre différentes localisations, différents pays, en fonction des niveaux de coûts de production et des avantages comparatifs de chacun (niveau de qualification

de la population active, sophistication de l'appareil productif). Les composants d'un bien sont produits dans des pays différents, puis transportés là où le bien final est assemblé, ce qui explique la croissance rapide du commerce mondial observée depuis les années 1990.

La globalisation des économies réelles a ses partisans et ses détracteurs.

La globalisation a permis de réduire fortement la pauvreté dans les pays émergents, mais elle a transféré des productions des pays développés vers les pays émergents, et en particulier elle a réduit l'emploi industriel dans les pays développés¹. Comme la théorie du commerce international le laissait prévoir, la globalisation réelle a soutenu la croissance de la classe moyenne dans les pays émergents au détriment de la classe moyenne des pays développés. Cette dernière subit la bipolarisation du marché du travail, c'est-à-dire la concentration des emplois aux deux extrêmes (emplois très qualifiés au revenu élevé, emplois peu qualifiés au revenu faible) avec la disparition des emplois intermédiaires liés souvent à l'industrie.

Dès 1997, D. Rodrik² tirait la sonnette d'alarme sur les dangers d'une globalisation excessive. Il avançait que les tenants de la globalisation mettent en avant les bienfaits de la libre circulation des biens et des capitaux, mais ne regardent pas les tensions sociales qu'elle crée : inégalités, chômage des peu qualifiés, baisse du pouvoir de négociation des salariés qui sont alors amenés à supporter une partie croissante des risques. La globalisation conduit en effet à une concurrence forte entre les pays, d'où la pression à la baisse sur les salaires, d'où la tendance à réduire continûment la générosité de la protection sociale, pour pouvoir diminuer la pression fiscale (on parle de « race to the bottom »). Ces évolutions sont dues à la « substituabilité » nouvelle des travailleurs entre les pays, et D. Rodrik plaide alors pour un nouvel équilibre entre les marchés et la société, avec des assurances sociales plus généreuses et des accords commerciaux incluant des clauses de sauvegarde sociale.

Cependant, cette analyse perd de son intérêt aujourd'hui puisque le monde entre dans une phase de « déglobalisation réelle ». Malgré la forte baisse des coûts de communication et de coordination due à Internet (argument mis en avant par Richard Baldwin³), on observe une tendance nouvelle avec la localisation de la production auprès de l'acheteur final des biens et services.

Les entreprises avaient organisé leurs processus de production autour de la segmentation des chaînes de valeur, le découpage des productions en composantes localisées dans différents pays.

On assiste aujourd'hui à la « déssegmentation » des chaînes de valeur : elle résulte d'une part d'une demande accrue de flexibilité venant des entreprises (des productions très segmentées sont trop complexes), d'autre part, de la hausse des coûts de production dans les pays émergents et d'une demande croissante des Etats pour que le « contenu local » des biens achetés soit important. C'est le retour du protectionnisme. On peut parler de déglobalisation de l'économie réelle.

¹ Par exemple A. BLINDER "How many US jobs might be offshorable?" Princeton University, 2007

² D. Rodrik (1997) "Has Globalization gone too far?" Institute for International Economics. On peut lire aussi D. Rodrik (2017) "The trouble with Globalization" The Milton Institute Review, 4ème trimestre

³ Richard Baldwin "The great convergence: Information technology and the new globalization", Harvard University Press, Cambridge, MA, United States

La Finance prend le relais

Mais le relais a été pris par la finance. Depuis les années 1980, la déréglementation des intermédiaires financiers, la disparition du contrôle des changes, la désintermédiation des financements ont conduit à un fort développement et à la globalisation de la finance. Nous reviendrons sur les analyses très intéressantes des liens entre taille de la finance, croissance et sévérité des crises ; nous examinerons aussi les causes profondes fondamentales du développement de la finance.

Tous les commentaires publiés à l'occasion du 10^{ème} anniversaire de la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 mettent en avant le risque de retour d'une crise financière mondiale. Ces commentaires soulignent le niveau très élevé du taux d'endettement global du Monde, la hausse rapide de l'endettement en Chine et dans les pays émergents, malgré le durcissement des réglementations, l'insuffisance des fonds propres des banques qui se poursuit, les politiques monétaires expansionnistes et en conséquence le risque de retour des bulles sur les prix des actifs, immobiliers ou financiers, le développement du « Shadow Banking », c'est-à-dire du financement de l'économie par des intermédiaires financiers (assureurs, fonds de pension, fonds d'investissement, fonds monétaires, Hedge Funds) non bancaires.

Des ouvrages importants nous rappellent aussi quel point les crises financières sont graves, et à quel point donc l'augmentation du poids de la finance est à surveiller et probablement à corriger s'il est à l'origine des crises.

Dès 2009, C. Reinhart et K. Rogoff, dans un livre qui a eu beaucoup de retentissement⁴, affirment que les mêmes causes ont toujours, dans l'histoire, déclenché des crises financières : la hausse excessive des prix de l'immobilier, la déréglementation des flux de capitaux internationaux, l'excès de la dette publique conduisant à celui de la dette extérieure. Ils montrent qu'on ne sort jamais de l'excès d'endettement par la croissance, mais par le défaut (la faillite des Etats) ou par l'inflation.

A. Tooze⁵, lui, décrit comment la crise, partant du marché de l'immobilier aux Etats-Unis et du financement à court terme d'actifs illiquides, s'est étendue aux autres régions par l'arrêt de la circulation des capitaux et par les interactions entre les banques. Il met l'accent sur la transformation de la crise financière en une crise politique, avec le sauvetage des banques et de la finance alors que la pauvreté s'étend, et sur la responsabilité de la crise dans la montée des tensions géopolitiques et du populisme.

Quant à N. Shaxson⁶, il montre que le développement, excessif de la finance a appauvri les populations. Il recense les différentes causes de l'appauvrissement du Royaume-Uni dû à la taille anormalement élevée de la finance : l'évasion fiscale et l'apparition des paradis fiscaux, les rentes de monopole des banques, le fait que les capitaux spéculatifs ont financé les bulles immobilières et pas les activités productives,

⁴ C. Reinhart, K. Rogoff (2009) *This time is different: Eight centuries of Financial Folly*, Princeton University Press. Traduction en français : *Cette fois, c'est différent. 8 siècles de folie financière*, Pearson, 2010.

⁵ A Tooze (2018) « *Crashed: How a decade of financial crises changed the world* », Viking, New York. Traduction en français, *Crashed: Comment une décennie financière a changé le monde*, Les Belles Lettres, 2018.

⁶ N. Shaxson (2018) « *The Finance Curse: How global finance is making us poorer* » Bodley Head, Londres

le développement des places offshore, le coût excessif de l'intermédiation financière, les fraudes... Nous reviendrons bien sûr sur ces différents points en examinant les coûts possibles de l'accroissement de la taille de la finance.

Mais il faut aujourd'hui regarder de manière précise l'état actuel de la finance mondiale, en essayant de séparer ce qui est devenu moins dangereux depuis la crise, grâce aux réglementations, au désendettement, à la plus grande prudence des investisseurs, et ce qui est devenu plus dangereux.

Depuis la crise de 2008-2009, la taille de la finance complexe (produits dérivés, titrisation) a diminué. Cette finance complexe était à l'origine de la crise (avec en particulier la titrisation des crédits immobiliers aux Etats-Unis). Mais le reste de la finance (les marchés d'actions, d'obligations, du crédit, la détention d'actifs liquides, dans les pays de l'OCDE ou dans les pays émergents) a continué à se développer et à s'internationaliser. La globalisation de la finance se mesure à la hausse de la taille des prêts et des emprunts entre les pays, à la taille croissante des flux de capitaux internationaux.

Aux causes citées plus haut, il faut ajouter le comportement des banques centrales, qui, depuis 20 ans, ont mené des politiques monétaires chroniquement expansionnistes et qui ont fait le choix stratégique, et conscient, de ne pas réagir à la hausse de l'endettement ou aux bulles sur les prix des actifs financiers ou immobiliers durant les périodes d'expansion économique⁷. Il faut ajouter à cela l'asymétrie entre la réglementation devenue sévère des banques et celle, plus laxiste, des autres acteurs de la finance.

Des crises financières à répétition

L'expansion du poids de la finance et sa globalisation ont des effets très importants sur l'économie mondiale. L'une des conséquences est que les crises sont devenues, depuis les années 1990, des crises financières : la transmission des chocs et des cycles économiques entre les pays se fait par l'intermédiaire des marchés financiers, et de moins en moins par celui des flux de commerce extérieur.

Nous pensons que l'expansion et la globalisation de la finance ont des effets très importants, d'abord, sur l'organisation du Système Monétaire International, avec la remise en cause de l'organisation qui semblait consensuelle (celle du « Consensus de Washington ») : taux de change flexibles, libre circulation internationale des capitaux, politiques monétaires ayant des objectifs internes aux pays, par exemple la lutte contre l'inflation. Le Système Monétaire International tel qu'il se dessine aujourd'hui a des caractéristiques assez néfastes : instabilité des financements internationaux et en conséquence instabilité des économies des pays émergents ; circulation des capitaux attirés par les Etats-Unis⁸ qui est défavorable à la croissance mondiale.

Bien entendu, la question centrale ici est celle de la répétition des crises financières, qu'elles affectent les émergents (en 1997-1998, 2000-2001, 2013-2016, puis 2018),

⁷ Malgré la recommandation de la Banque des Règlements Internationaux, en particulier de Claudio Borio (par exemple « The Financial cycle and macroeconomics, what have we learnt? »; 2012)

⁸ Ce que DOOLEY, FOLKERTS-LANDAU et GARBER ont appelé « Bretton Woods 2 »

les marchés des actions et la dette des entreprises (2000-2001), les marchés de l'immobilier et la dette des ménages (2008-2009), les pays périphériques de la zone euro (2010-2013). D'autres crises surviendront si la finance continue à gonfler et à se globaliser, et on peut même envisager une « crise financière apocalyptique », dont les causes possibles sont multiples.

Il ne s'agirait pas d'une crise de la dette des ménages, associée à des prix anormalement élevés de l'immobilier comme en 2008, mais, dans les pays de l'OCDE, d'une crise des dettes publiques, d'une crise de la dette extérieure des Etats-Unis ; dans les pays émergents d'une crise due à des sorties massives de capitaux ; en Chine, de l'incapacité à maintenir des taux d'intérêt très bas, seule possibilité pour éviter une crise massive de solvabilité des emprunteurs.

Comment éviter la répétition des crises ? Nous évoquons, à la fin de ce livre, les pistes possibles qui touchent à l'organisation du Système Monétaire International, aux politiques monétaires, aux contrôles des capitaux internationaux, au passage à une « finance de long terme ».

Les principes des nouvelles politiques économiques qui pourraient éviter une crise de la finance dans le futur sont assez généralement connus et acceptés. Reste à savoir s'il y aura une volonté politique et une capacité à coordonner les pays suffisantes pour que ces nouvelles politiques soient mises en place.