

Quelles solutions à la crise financière ?

Actes du colloque

**La crise financière, l'économie américaine
et la sécurité internationale sous la nouvelle administration américaine**

Organisé par

Economists for Peace and Security,
Fondation Charles Leopold Mayer,
Initiative Internationale pour Repenser l'Economie,
Levy Economics Institute of Bard College

Traduit de l'anglais (Etats-Unis) par Laurent Bury et revu par Emmanuel Fournier



INITIATIVE INTERNATIONALE POUR REPENSER L'ÉCONOMIE

Initiée et soutenue par la Fondation Charles Léopold Mayer, l'IRE - Initiative Internationale pour Repenser l'Économie - a pour mission de favoriser l'émergence de nouvelles propositions dans le domaine économique. Notre travail consiste à identifier des thématiques et des propositions qui nécessitent un effort d'innovation, dont l'impact sur la vie des sociétés est considérable et qui se prêtent à des applications pratiques.

Située au croisement des problèmes sociaux et environnementaux très concrets et des questions internes à la science économique, l'IRE a choisi de se focaliser sur cinq grands thèmes : la monnaie et la finance, les agencements institutionnels, la régulation des biens et des services, le rôle des territoires et l'organisation des échanges. Dans tous ces domaines, l'IRE veut favoriser la réflexion et le débat susceptibles de faire émerger de nouvelles propositions. Pour ce faire, l'IRE a été conçue comme un lieu ouvert à la diversité idéologique, disciplinaire et culturelle, un lieu d'échange entre ceux qui pensent, ceux qui agissent et ceux qui innovent dans le domaine de l'économie.

L'IRE met en place un centre documentaire en ligne afin de recueillir et de donner à voir les réflexions innovantes. Elle organise et soutient l'organisation de séminaires et colloques, prépare un concours international et publie des ouvrages économiques.

www.i-r-e.org

Avant-propos

La crise financière mondiale à laquelle nous assistons depuis l'été 2007 marque un tournant dans l'histoire récente de la mondialisation. La vague de dérégulations et l'expansion sans précédent du secteur financier, qui ont démarré au début des années 1980, semblent toucher à leur fin et nous en voyons partout les conséquences. Chercheurs, régulateurs et hommes politiques du monde entier cherchent des solutions et se demandent comment réformer le système. Le débat ne fait que commencer, mais il semble clair que les problèmes ne seront pas surmontés par quelques ajustements spontanés du marché ou par de mineures interventions de régulation. Nous avons besoin d'une nouvelle architecture financière, fondée sur de nouvelles politiques et de nouvelles régulations.

L'Initiative internationale pour repenser l'économie s'inscrit dans cette réflexion. Depuis juin 2008, nous accueillons un séminaire international sur cette question, qui réunit un groupe d'éminents spécialistes de la finance et de la régulation financière, chercheurs ou hommes de terrain. Les membres de ce groupe viennent principalement d'Amérique du nord, bien que d'autres parties du monde, comme l'Europe, la Chine et le Brésil, soient également représentées. Ce n'est pas un hasard : nous pensons que les Etats-Unis ont toujours un rôle primordial à jouer dans la recherche d'une nouvelle architecture financière ; néanmoins, les problèmes que nous affrontons sont d'ordre planétaire, et les efforts à prodiguer doivent donc l'être eux aussi.

Notre espoir est que les propositions politiques supplantent peu à peu les diagnostics établis. Une avancée a été faite en ce sens en novembre dernier, lorsque nous avons organisé un colloque international à New York, au Bernard Schwartz Center for Economic Policy Analysis, en collaboration avec Economists for Peace and Security, le Levy Economics Institute et la Fondation Charles Léopold Mayer.

Le document que vous tenez entre les mains présente les discussions qui ont eu lieu à cette occasion. Notre dessein n'était pas tant de proposer des mesures que d'identifier les problèmes essentiels sur lesquels nous voudrions nous concentrer par la suite. Et nous pensons les avoir clairement identifiés.

Nous aimerions exprimer notre gratitude envers tous ceux sans qui cet événement n'aurait pas été possible, en particulier Pierre Calame, directeur de la Fondation Charles Léopold Mayer, le professeur James K. Galbraith, président d'Economists for Peace and Security, Thea Harvey, directrice d'Economists for Peace and Security, et Gilles Raveaud, maître de conférences à l'université Paris VIII.

Aurore Lalucq, responsable du programme IRE
Wojtek Kalinowski, responsable éditorial

Levy Economics Institute (Bard College)

Fondé en 1986, le Levy Economics Institute est un organisme de recherche sur les politiques publiques. C'est une institution autonome, non partisane et à but non lucratif, ouverte à l'examen de divers points de vue et vouée au service de l'intérêt public. La conviction qui anime ses responsables est que la recherche en économie peut améliorer les conditions de vie de l'homme. Son objectif est de susciter des mesures concrètes et efficaces face aux principaux problèmes économiques. L'institut s'intéresse particulièrement aux questions qui affectent en profondeur la qualité de vie aux Etats-Unis, dans d'autres pays industrialisés et dans les pays en voie de développement.

www.levy.org

Economists for Peace and Security (EPS)

EPS est un réseau international de treize organisations affiliées qui encourage l'analyse économique et promeut la paix, la sécurité et l'économie mondiale. Il travaille à l'échelle locale, régionale et internationale pour réduire l'effort militaire et introduire des changements de politique capables de construire un avenir plus juste et de garantir la paix.

www.epsusa.org

Schwartz Center for Economic Policy Analysis (SCEPA)

Rendu possible grâce à la générosité d'Irene et Bernard L. Schwartz, le SCEPA est le centre de recherche en politique économique du département d'économie de la New School for Social Research. Nous nous focalisons sur l'économie des Etats-Unis, sans jamais perdre de vue le contexte mondial des développements économiques américains. Notre recherche se concentre sur la croissance et le développement économiques, l'équité, le niveau de vie et l'emploi. Nos activités incluent l'animation d'ateliers sur la politique économique, la publication d'ouvrages et l'organisation de colloques et de conférences.

www.newschool.edu/cepa

La Fondation Charles Léopold Mayer pour le Progrès de l'Homme

Fondée en 1982, la Fondation Charles Léopold Mayer pour le Progrès de l'Homme est une fondation suisse indépendante. Sa mission est d'encourager l'émergence d'une communauté mondiale et de contribuer à trois mutations majeures : une révolution de la gouvernance pour gérer la nouvelle interdépendance entre êtres humains, entre sociétés, entre l'humanité et la biosphère ; la recherche d'une éthique universelle de responsabilité ; l'émergence d'une société durable.

www.fph.ch

Introduction

par James Galbraith

Pour commencer, je voudrais vous rappeler brièvement comment nous est venue l'idée de ce colloque. Tout a démarré au début de l'année 2008, par un échange que j'ai eu avec Aurore Lalucq, et auquel Pierre Calame a été étroitement associé. Nous pensions que personne n'avait encore pleinement pris la mesure des difficultés du secteur financier, qui avaient commencé à se manifester très clairement en août-septembre 2007, ni de leurs conséquences pour l'économie américaine et plus généralement pour l'économie mondiale. Il nous semblait utile de réunir pendant quelques jours un groupe d'économistes pour examiner la situation et, dans la mesure du possible, développer une réflexion commune et parvenir à une meilleure compréhension des problèmes qui allaient probablement se poser. Nous n'avons pas eu de difficultés à convaincre quelques personnalités parmi les plus éminentes et les plus compétentes de nous consacrer quelques jours. Nous les avons réunies à Paris, en juin 2008, grâce au soutien de la Fondation Charles-Léopold Mayer et de l'Initiative Internationale pour Repenser l'Economie.

A la suite de cette rencontre, j'ai rédigé un long rapport qui a dans un premier temps été diffusé dans certains cercles politiques aux Etats-Unis, avant d'être publié dans *Challenge Magazine*. Ce rapport a été rédigé à un moment où la crise financière ne faisait pas encore la une des journaux du monde entier, où elle n'était pas la question centrale de la campagne présidentielle américaine. Nous y affirmions néanmoins qu'elle avait de grandes chances d'être au cœur des préoccupations de la future administration.

De notre point de vue, le système financier des Etats-Unis, et plus largement celui du monde occidental, se trouvait dans une situation que nous n'avions encore jamais connue au cours de notre carrière : il rencontrait une série de difficultés qui ne pourraient être rapidement surmontées ni par les processus ordinaires d'ajustement du marché, ni par des interventions régulatrices mineures. Et nous pensions que les conséquences de ce phénomène allaient rapidement devenir le problème économique du moment. Je dois l'avouer, nous n'avions pas prévu que les choses iraient aussi vite. Je pensais pouvoir conserver ma réputation de prophète si je publiais mon texte en novembre 2008, et que les événements ne se produisaient qu'après l'élection. Mais la crise s'est brusquement accélérée, et des problèmes insurmontables sont apparus dès la mi-septembre.

Nous faisons face à toute une série de phénomènes en gestation depuis près d'une décennie : l'érosion programmée des normes de régulation et de supervision dans le financement de l'immobilier ; la pratique croissante de la titrisation des *subprimes* et de tous les prêts Alt-A¹, réunis sous l'appellation de *ortgage-backed securities* (titres garantis par des crédits immobiliers) ; la multiplication des obligations de type CDO (*collateralized debt obligations*), que l'on avait pris l'habitude de sécuriser au moyen de contrats d'échange de risque de défaut (*credit default swaps*). Tout cela avait créé une situation de « blocage des marchés », pour reprendre l'expression de John Eatwell : le système financier avait perdu sa capacité à évaluer les actifs échangés, mais également sa confiance dans la valeur des portefeuilles, ainsi que la volonté de jouer le rôle de moteur de l'économie.

Qu'avons-nous vu depuis ? La disparition des banques d'investissement, soit parce qu'elles ont connu une fusion, soit, comme dans le cas de Lehman Brothers, parce qu'elles ont fait faillite. Après avoir essayé de gérer les problèmes au cas par cas, l'administration

¹ Les prêts Alt-A se situent entre les plus risqués (« *subprimes* ») et ceux considérés comme plus sûrs (« *primes* »).

Bush s'est rendue compte qu'elle en était parfaitement incapable. Elle a donc proposé au Congrès une approche qualifiée de « systématique ». Celle-ci a pris la forme d'un projet de loi de deux pages et demi, demandant au Congrès l'autorisation de racheter les valeurs en difficulté, à hauteur de 700 milliards de dollars. Lors des phases initiales du processus législatif, cette demande n'avait été assortie d'aucune contrainte, d'aucun droit de regard extérieur sur les institutions qui allaient être secourues par l'Etat.

Telle était la situation vers le 18 ou 19 septembre 2008, et les membres de notre groupe avaient l'avantage de s'y être préparés. Nous en avons profité pour prendre la parole, à travers notamment un article rédigé par Bill Black et moi-même, paru dans *The Nation*², où nous présentions un certain nombre de conditions qui nous paraissaient indispensables, quel que soit le plan de sauvetage. Ces conditions portaient sur des points élémentaires comme le conflit d'intérêts et l'enrichissement excessif. Il y avait selon nous huit mesures, qui étant donné que l'intervention de l'Etat allait bientôt devenir inévitable, pouvait contribuer à l'efficacité de l'action publique. Ce fut notre première démarche et je pense qu'elle eut une certaine influence ; du moins ai-je appris, par ceux qui étaient directement impliqués dans l'élaboration du projet de loi, que notre intervention répondait à leurs préoccupations.

Puis, au cours de nos échanges, j'ai reçu de John Eatwell un message inspiré dans lequel il nous suggérait d'adopter un autre angle d'attaque, en nous concentrant, au vu de ce qui était arrivé aux banques d'investissement, sur l'état du système bancaire et sur les pouvoirs dont le gouvernement américain disposait pour affronter cette crise. Avec l'aide d'un petit groupe de travail, j'ai pu écrire un article paru le 25 septembre dans le *Washington Post*, dans lequel je proposais un plan alternatif. Il fut publié sous un titre légèrement ironique, « *A Bail-Out We Do Not Need* » [Un plan de rachat inutile], alors qu'en réalité, il portait sur l'orientation donnée au plan de relance, plutôt que sur sa nécessité. Par la suite, j'ai été invité à discuter de ces questions avec les membres du Congrès qui allaient devoir se prononcer sur ce sujet le 28 ou le 29 septembre.

Ce plan alternatif, qui reprenait fidèlement les thèmes et les principes de nos entretiens parisiens, suggérait qu'il fallait avant tout gérer la panique qui s'était emparée du système bancaire, en garantissant les dépôts et en mettant un terme à la fuite des dépôts des petites banques vers les grandes, mouvement entièrement dû à la peur.

Il faudrait ensuite stabiliser et sécuriser les fonds communs de créances [*commercial paper market funds*]³ et les fonds communs de placement [*money market funds*].

Enfin, au lieu d'essayer, d'une manière forcément inefficace, de stabiliser le prix des actifs en difficulté, en les rachetant sur un marché ouvert, le gouvernement, pour sécuriser le système bancaire, devait acheter des actions préférentielles directement auprès des banques.

J'ignore si nous avons eu une quelconque influence directe en proposant ce plan. Mais en moins d'un mois, le gouvernement Bush a été contraint d'en suivre les grandes lignes, en prenant des mesures visant à stabiliser le système bancaire et à recapitaliser les banques. On se demande aujourd'hui si ces mesures sont réellement efficaces et si elles sont conformes à l'intérêt général. Le débat se poursuivra, mais il me paraît à peu près certain que ce plan aura davantage d'effets que le projet initial basé sur le rachat d'actifs.

On a tendance, dans certains milieux en tout cas, à traiter cette crise comme si elle était simplement *financière*, comme s'il suffisait de régler le problème financier pour résoudre la crise *économique*. Autrement dit, le secteur bancaire connaîtrait un problème de confiance, un problème de liquidités, peut-être aussi un problème de solvabilité ; il suffirait de résoudre

² Bailout Plan: Trust But Verify, *The Nation*, 23 septembre 2008

³ Les fonds communs de créances ont été introduits avec la technique de la titrisation (la transformation des créances en titres financiers émis sur le marché des capitaux).

ces différents problèmes pour que le crédit reprenne de plus belle et que l'on n'entende plus jamais parler de cette crise.

Nous avons toujours pensé pour notre part que cette crise n'était pas *que* financière. Pour qu'une opération de crédit ait lieu, il faut un prêteur et un emprunteur. L'emprunteur doit avoir une raison d'emprunter - un espoir de profit - et un actif lui permettant de le faire. Dans l'économie américaine, ce sont les actifs immobiliers, qui depuis de nombreuses années, ont permis d'emprunter. Or ceux-ci ont perdu une grande partie de leur valeur.

Pour sortir de l'impasse, la stabilisation financière est selon nous la condition première ; la seconde consiste en un vaste programme de relance. Ses grandes lignes ont été évoquées lors de notre réunion parisienne ; il s'agit avant tout de bon sens. Il faut assembler les pièces du puzzle tel qu'il se présente à nous. L'une des pièces principales est l'immobilier : ces millions de maisons menacées ou en cours de saisie, et celles, beaucoup plus nombreuses encore, dont la valeur sur le marché est aujourd'hui inférieure aux montants restant à payer. N'ayant plus de garantie à offrir, la tentation est grande, pour les propriétaires, d'abandonner leur maison plutôt que de rembourser leur banque.

Cette crise ne peut donc être résolue qu'au niveau du secteur immobilier, par un mécanisme déjà proposé, en janvier 2007 je crois, par Paul Davidson ici présent. Le mécanisme en question devrait ressembler à la Homeowners Loan Corporation (HOLC)⁴ fondée dans les années 1930 pour renégocier les prêts de manière à les rendre supportables pour la population. Ce n'est pas une mince affaire ; à son apogée, la HOLC employait 20 000 personnes, alors que nous vivons aujourd'hui dans une économie beaucoup plus vaste, où le problème du logement est peut-être encore plus grave. C'est pourtant une nécessité. Le principe en a été accepté lors d'un entretien entre le député de Géorgie David Scott et Barney Frank, président de la Commission des services financiers à la Chambre, juste avant l'adoption du projet TARP [programme d'aide aux actifs en difficulté]. Quelques-unes de nos propositions ont été inscrites dans le texte de la loi ; d'autres pourront être mises en application lorsque la situation s'y prêtera.

Le second axe de réflexion porte sur la fiscalité. Nous vivons dans un système fédéral dont le financement repose en grande partie sur les impôts locaux, et plus particulièrement sur les impôts fonciers. Quand la valeur des biens baisse, les revenus de l'État et des autorités locales baissent également. Tout indique qu'il va y avoir des coupes massives dans le budget des services publics (écoles, police, pompiers, bibliothèques...) Cela ne peut qu'aggraver la situation : en diminuant d'une part la valeur des actifs que tout le monde possède, et en entraînant d'autre part des licenciements d'employés qui auront alors de plus en plus de mal à rembourser leurs crédits. Il est donc fondamental que la base de revenu des États et des autorités locales soit directement soutenue au niveau fédéral. D'où l'idée d'aller puiser dans la « boîte à outils » de ce grand innovateur qu'était l'ancien président Richard Nixon : il faut recréer le partage général des revenus afin de stabiliser le secteur public, et ce, à tous les niveaux de gouvernement.

Le troisième axe a trait à l'investissement public, qui pâtit aujourd'hui du blocage des marchés de crédit, au moment même où les dépenses d'investissement, au niveau local comme au niveau fédéral, sont absolument essentielles pour absorber les ressources libérées dans l'immobilier ainsi que dans d'autres secteurs de l'économie. En d'autres termes, l'heure est venue de faire ce que nous n'avons pas fait aux grandes heures du secteur privé, lors du boom technologique de la fin des années 1990, et lors du boom de l'immobilier au cours des dix dernières années. Beaucoup de retard a été pris dans le domaine des travaux publics. Il y a également beaucoup à faire pour que le secteur privé s'oriente dans une direction qui permette de relever les défis de long terme, en particulier ceux liés à l'énergie, à la sécurité et au

⁴ Société de prêt aux propriétaires immobiliers, créée en 1933 par le *Homeowners Refinancing Act*, afin de refinancer les logements et d'éviter les saisies.

changement climatique. De toute évidence, si nous voulons mettre en place de tels programmes, il est grand temps de les lancer. Nous aurons besoin d'un fonds national d'infrastructure et d'un programme fédéral pour jeter les bases d'un modèle énergétique durable.

Il y a enfin un quatrième axe de réflexion qui concerne les effets de la dévaluation des actifs sur les revenus des personnes âgées – je veux parler des personnes déjà âgées, mais aussi de tous celles qui espèrent vivre suffisamment longtemps pour le devenir un jour, et je pense qu'elles sont nombreuses. C'est le versant privé du système de retraite qui s'est effondré avec la crise. Depuis une génération, ce système s'est construit sur des plans de pension à contribution définie, reposant pour bon nombre d'entre eux sur des actifs très volatiles.

Que faut-il faire ? J'ai une proposition très simple. Pour la première fois depuis une génération, il faut envisager une hausse générale des allocations de sécurité sociale. Il est évidemment impossible de restituer toute la valeur des investissements réalisés. Les gens ont fait des choix différents, ont pris des risques différents et devront en supporter les conséquences. Mais du point de vue des politiques publiques, il est essentiel de ne pas laisser sombrer les personnes âgées dans la pauvreté ; il faut préserver le pouvoir d'achat de ce segment de la population. Et le système en place nous permettrait d'y parvenir assez facilement ; nous n'avons pas à réinventer la Sécurité sociale, elle existe déjà.

Par la suite, il faudra peut-être envisager d'autres mesures plus ambitieuses. Nous ignorons jusqu'où iront les difficultés du secteur automobile, pour ne pas parler de celles qui pourraient également affecter l'ensemble du secteur industriel. Mais nous venons d'apprendre que General Motors risque fort de fermer boutique avant la fin de l'année si rien n'est fait pour lui venir en aide. Le problème est complexe. Il faut peser le pour et le contre. Mais le déclin économique et industriel dont nous sommes témoins ne fait que commencer. Il faut donc nous préparer à aller au-delà de la démarche de stabilisation que je viens d'évoquer. D'autres mesures pourraient être nécessaires : suspendre par exemple l'impôt sur les salaires, réinventer la Reconstruction Finance Corporation⁵, ou encore remettre en vigueur le *Comprehensive Employment and Training Act*⁶, le programme d'aide à l'emploi. Tout cela nous ramènerait à une situation proche du *New Deal*, dont les effets sur l'emploi ont été spectaculaires : rappelons-nous qu'entre le début et le milieu des années 1930, le taux de chômage est passé de 25 à 7%.

Je pense qu'il n'y a pas lieu pour le moment de s'attarder sur ces dernières mesures. Il appartiendra à nos successeurs de décider de la suite qu'il convient de leur donner. Nous nous devons cependant d'avancer des propositions pouvant déboucher sur des solutions pratiques.

Ne rien faire n'est pas une option, et faire peu n'est pas une option acceptable. Il me paraît totalement irréaliste de croire que de simples mesures de régulation ou un plan de relance à court terme permettront de sortir de la crise. Nous devons élaborer des politiques économiques étalées sur la durée d'un mandat présidentiel, voire au-delà, et les articuler de façon à obtenir quelques succès qui, avec le temps, déboucheront sur une situation plus stable. La tâche est difficile, mais nous ne pouvons pas nous permettre d'échouer.

Tout bien réfléchi, nous disposons de deux gros atouts. Par rapport aux années 1930, ou même aux années 1960, nous disposons des institutions créées alors, très critiquées depuis plusieurs décennies, mais qui permettent à notre économie de résister : l'assurance-dépôts, la Sécurité sociale, Medicare, toutes les structures mises en place entre le *New Deal* et l'époque de la Grande Société. Ces institutions font l'objet d'incessantes attaques, mais elles sont toujours là.

⁵ Agence gouvernementale américaine instaurée en 1932 pour distribuer des fonds aux Etats et aux gouvernements locaux, et pour accorder des prêts aux banques et à diverses entreprises.

⁶ Loi votée en 1973 pour faciliter la formation et offrir des emplois dans le service public.

Quelles solutions à la crise financière ?

Notre deuxième atout est bien sûr l'événement extraordinaire qui s'est produit le 4 novembre 2008, et qui a modifié les termes du dialogue politique, non seulement en Amérique, mais dans le reste du monde. L'idéologie du « tout par et pour le marché », le détournement des institutions gouvernementales au profit d'intérêts privés, tout cela a fait place à une approche pratique, ouverte, des défis et des problèmes que nous devons affronter. Je pense que le peuple des États-Unis n'attendait rien de plus, et qu'il ne mérite rien de moins.

Comprendre la crise financière

Joseph Stiglitz

Je voudrais dire tout d'abord que je suis d'accord avec presque tout ce qu'a dit James Galbraith. En particulier, avec l'idée que nous allons avoir besoin non seulement d'un stimulus puissant, mais aussi d'un effort soutenu. Je voudrais apporter un éclairage sur certaines questions, certains points litigieux, en proposant mes propres solutions. Je reviendrai ensuite sur le problème de l'ampleur du stimulus.

Le premier point concerne le cadre général dans lequel l'administration Bush a tenté de ranimer l'économie. Elle a fait trop peu, trop tard, et son action était très mal conçue. Elle refusait d'admettre que sa politique économique avait eu l'effet désastreux qu'elle a bel et bien eu. J'ai souvent dit que les réductions d'impôts de 2001 et 2003, ainsi que la guerre en Irak, ont grandement contribué à entraîner le pays dans la crise.

Les réductions d'impôts de 2001 et 2003 n'avaient pas pour but de stimuler l'économie ; elles avaient été programmées de longue date pour alléger la fiscalité pesant sur les revenus les plus élevés, afin de creuser encore les inégalités. Ce n'est pas ainsi que ces mesures ont été présentées, mais c'est bien l'effet qu'elles ont eu. Elles n'ont guère stimulé l'économie, et elles ont imposé un ajustement de la politique monétaire afin de faire face à l'éclatement de la bulle technologique. La guerre en Irak a aggravé les choses en provoquant une hausse du prix du pétrole. Nous dépensions des centaines de milliards de dollars pour importer du pétrole. L'argent qui aurait pu servir à faire tourner l'économie américaine était envoyé à l'étranger. Une fois de plus, l'économie américaine fut affaiblie et, une fois de plus, le coût en fut reporté sur la politique monétaire.

L'administration Bush a réagi, avec un enthousiasme absurde, en baissant les taux d'intérêt et en assouplissant les régulations. Comme cela ne suffisait pas, on a prêté de l'argent à quiconque n'était pas branché à un respirateur artificiel, en développant des prêts à amortissement négatif, qui font que l'on se retrouve généralement en fin d'année à devoir plus que l'on ne devait au 1er janvier. A tous ceux qui s'en inquiétaient, on répondait : « Ne vous en faites pas si vous vous endettez de plus en plus », parce que le cours de l'immobilier progressait selon une structure pyramidale.

D'un point de vue économique, il y avait là deux erreurs évidentes. D'abord, ce système reposait sur l'idée qu'on pouvait tout obtenir sans rien payer : plus on empruntait, plus on devenait riche. Il suffisait d'être « assez malin » pour trouver un courtier en hypothèques qui vous donnerait de l'argent. Or emprunter n'est pas un problème, c'est rembourser qui est difficile. Ce système reposait donc sur une aberration. L'argent ne pousse pas sur les arbres, mais certains avaient fini par le croire.

La deuxième erreur était bien sûr l'idée que les prix de l'immobilier pouvaient continuer à monter alors que les revenus de la plupart des Américains baissaient. Là encore, il ne faut pas être Prix Nobel pour comprendre qu'on ne peut pas chaque année dépenser plus de 100% de son revenu dans l'immobilier. Il fallait seulement un peu de temps pour que cette illusion vienne se heurter à la réalité.

Les baisses d'impôts et la guerre ont donc alimenté la bulle immobilière qui, à son tour, a alimenté la bulle de la consommation – l'épargne était tombée à zéro. Nous sommes aujourd'hui confrontés aux effets de cette politique. D'un point de vue macroéconomique, la

grande question que nous devons nous poser est la suivante : d'où viendra la relance de la demande globale ? Il y a peu de chances qu'une autre bulle informatique ou une autre bulle de l'immobilier se produisent ; la demande globale risque donc de rester insuffisante pendant une période assez longue.

Du point de vue de l'économie mondiale, nous avons besoin d'une réforme du système de réserve mondial car, face à la volatilité du système actuel, les pays tiennent à leurs réserves. Et c'est notamment en dollars qu'ils constituent ces réserves. Nous exportons par conséquent des bons du Trésor au lieu d'exporter des voitures ou d'autres produits. Le problème est que les bons du Trésor ne créent pas beaucoup d'emplois.

L'économie mondiale souffre par ailleurs d'un problème structurel qui appelle une réponse globale. Ce problème n'est pas nouveau ; Keynes en parlait déjà. Lorsqu'on envisage la question d'un point de vue mondial, on s'aperçoit que le manque de demande globale est en partie causé par les pays dont la balance commerciale est excédentaire : ces pays engrangent des revenus sans les dépenser. Keynes avait proposé – et je reprends cette idée dans mon livre *Un autre monde : contre le fanatisme du marché* – de pénaliser les pays qui ont des surplus afin de les dissuader de pratiquer l'accumulation. Pour y parvenir, il faudrait créer une nouvelle monnaie mondiale, avec de nouvelles émissions chaque année, et poser comme principe que les pays excédentaires n'y auront pas droit. Ce serait une manière de rééquilibrer l'économie mondiale.

C'est au court terme, et à la façon dont la crise a été gérée dans notre pays, que je souhaite consacrer la suite de mon intervention. Comme je l'ai dit, nous avons eu en février 2008 une nouvelle baisse d'impôts, qui est pour l'administration Bush la panacée en matière économique. Comme bien d'autres, je ne pensais pas que cette mesure, dans un contexte marqué par un endettement gigantesque et par la peur de l'avenir, pourrait permettre de relancer la consommation. Et je ne me suis pas trompé : les chiffres varient d'une enquête à l'autre, mais l'économie n'a guère été stimulée. C'est la raison pour laquelle il nous faut maintenant un stimulus bien plus important.

Ce que l'administration des Etats-Unis a mis en œuvre est une nouvelle variante de la « théorie du ruissellement ». L'idée est la suivante : injectez de l'argent à Wall Street, et vous générerez un ruissellement qui profitera à l'ensemble de l'économie. Cela n'a pas marché, et l'échec était prévisible. Plutôt que de venir en aide aux Américains ordinaires et de lutter contre les saisies, l'administration a préféré soutenir ce qu'elle considérait comme le cœur de l'économie américaine : les banques, et plus particulièrement les banques d'investissement. Il ne faut pas s'étonner, dans ces conditions, que les choses ne tournent pas rond : qui avons-nous mis aux commandes ? Ceux qui nous ont mis dans le pétrin.

Quant aux saisies, que faut-il faire ? Si nous ne faisons rien, même si nous donnons plus d'argent aux banques aujourd'hui, il continuera à y avoir des défauts de paiement et des trous béants s'ouvriront dans les bilans. Cela ne résoudra pas le problème.

Je vois trois choses que nous pouvons faire. La première serait de repenser l'aide au logement. Actuellement, nous subventionnons 50% du coût du logement des propriétaires appartenant à la tranche supérieure des revenus, dans l'Etat de New York. Cette aide se traduit par des déductions d'impôts sur les intérêts, le remboursement des crédits, et par un aménagement de l'impôt foncier. Rien n'est fait en revanche en faveur des personnes situées dans la tranche inférieure des revenus. Ce système n'est pas seulement inefficace, il est aussi inéquitable. Si nous convertissions la déduction d'impôt en crédit d'impôt, cela rendrait l'immobilier plus abordable. De manière générale, l'aide au logement est contestée par les économistes qui y voient une distorsion dans la répartition des ressources au sein de notre société. Faut-il encourager l'accession à la propriété immobilière ? Je n'en suis pas sûr. Mais si nous voulons l'encourager, il faut le faire en aidant les moins riches, et non l'inverse.

Le gouvernement britannique fait une chose qui mérite réflexion : il paye les crédits immobiliers des chômeurs de longue durée. Quand on perd son emploi, ce n'est pas seulement le manque de revenus qui pose problème. Avec ce système, la vie des chômeurs est rendue plus supportable. Et il n'y a pas d'effet incitatif, personne ne se dit : « Je vais me faire licencier pour que l'Etat paye mon crédit ». Cela me paraît être une idée intéressante.

La deuxième chose que nous pourrions faire serait de réformer la loi sur les faillites. Nous l'avons modifiée il y a quelques années, mais pas en mieux, et je pense que cela a pu jouer un rôle dans la crise. La nouvelle loi a eu pour effet de rendre plus difficile la liquidation des dettes. Les banquiers se sont ainsi sentis protégés, et ont été incités à prêter davantage. Une personne aux revenus très faibles, de l'ordre de 14 000 dollars par an, peut consacrer 25% de son salaire à rembourser un crédit. Cela me semble pour le moins problématique, car celui qui achète une maison a plus du mal à restructurer sa dette que celui qui achète un yacht. Nous avons délibérément rendu la chose plus difficile alors que, selon moi, nous devrions faire exactement le contraire. Je propose donc un « Chapitre 11 » destiné à ceux qui achètent un logement. Le Chapitre 11 a été prévu pour permettre aux sociétés de restructurer leur dette rapidement afin de rester en activité et éviter les pertes d'emplois et de capitaux. On pourrait concevoir un dispositif similaire pour les propriétaires dont la maison a été dévaluée au point de valoir moins cher que le crédit restant à payer. Ces personnes pourraient bénéficier d'un dispositif comparable à celui défini dans le Chapitre 11, et pouvoir, comme les entreprises en situation de faillite, convertir leur dette en actions. La banque en obtiendrait une large part, peut-être l'ensemble des gains en capitaux. Cela permettrait de distinguer les spéculateurs des acquéreurs de logements. Les gens qui achètent une maison ne le font pas dans l'espoir de réaliser une plus-value ; ils l'achètent pour y vivre.

Nous pourrions enfin – c'est ma troisième proposition – utiliser des fonds publics pour aider les Américains ordinaires à devenir propriétaires de leur logement. A l'heure actuelle, nous utilisons les capacités d'emprunt du gouvernement pour aider Wall Street, au lieu de les utiliser pour aider le reste de l'Amérique. Nous avons déjà le cadre juridique requis, il suffit de l'élargir, et nous pourrions ensuite débattre des détails. Cela ne coûterait rien au gouvernement. Ces prêts n'aggraverait pas le déficit, et il suffirait de restructurer les crédits pour les rendre plus accessibles.

Voilà une première série de questions. La seconde concerne la restructuration du TARP (programme d'aide aux actifs en difficulté). Quand Paulson a fait sa proposition, presque tous les économistes ont dit : « C'est une idée stupide, on ne pourra jamais la mettre en place rapidement, et il faut agir vite ». Ils avaient raison, et il a fini par capituler. Au départ, le Congrès a refusé de mettre au programme l'injection de capitaux, et c'est pourtant ce qui est en train de se produire. Comme toujours, ce sont les détails qui comptent et il est toujours possible de mal appliquer une bonne idée : c'est ce que Paulson a réussi à faire.

On s'en rend compte lorsque l'on compare les décisions prises en Grande-Bretagne et celles qui ont été prises aux Etats-Unis. La Grande-Bretagne a veillé à ce que l'argent serve bien à recapitaliser les banques, pour financer des prêts, et ils ont été très prudents. Je n'ai pas le temps de développer ce point, mais grosso modo, ils ont procédé de la façon suivante : comme il devait bien y avoir des responsables, les PDG ont dû partir. Le gouvernement britannique a dit : « Nous n'injecterons pas d'argent tant que vous continuerez à en distribuer. Vous ne verserez plus de dividendes tant que vous ne nous aurez pas remboursé ». Personne n'a tenu compte de l'argument habituel selon lequel la réduction des dividendes serait interprétée comme un signal négatif. Et c'est une bonne chose, car c'est l'argument le plus absurde qui soit. Réduire les dividendes n'est pas un problème. Ce qui en est un en revanche, c'est qu'une entreprise qui ne réalise pas de profits envisage d'en distribuer, ou pire encore, verse des bonus.

Il faut donc restructurer le TARP. Ce sera l'un des grands défis qu'affrontera le nouveau président, car beaucoup de gens, sur les marchés financiers, et même certains de ses conseillers, protesteront en disant : « Ce qui est fait est fait. Paulson s'est mal débrouillé, mais nous devons honorer sa promesse ».

A quoi on peut rétorquer que tout contrat comporte des conditions dont certaines ne sont pas toujours très précises. Tout le monde avait compris où voulait en venir le Congrès avec le plan. Or la Fed fait aux banques des cadeaux qui n'étaient pas prévus dans le contrat. Personne n'a jamais dit que la Fed devait accepter n'importe quelle garantie, et c'est pourtant ce qu'elle a fait. On pourrait donc dire aux banques : « Si vous ne faites pas ce que vous êtes censées faire, vous n'aurez plus accès à la Fed et aux facilités qu'elle vous offre ». Je pense qu'il existe pour le régulateur toutes sortes de moyens pour inciter les banques à mieux se conduire. Quelques indices montrent d'ailleurs que c'est ce qu'elles sont en train de faire.

Je voudrais enfin aborder un autre problème particulièrement délicat : celui de la régulation. Dans son discours d'hier, le président Bush a eu l'air de suggérer qu'il fallait se méfier des réactions excessives. C'est un cliché qui revient souvent : celui de la régulation étouffant l'innovation. Ce qui est clair, c'est que l'innovation, dans le secteur financier, est devenue « auto-référentielle », de la même façon que sont auto-référentielles de nombreuses recherches universitaires qui s'adressent uniquement à des universitaires. L'innovation financière n'a bénéficié qu'au seul secteur financier, dont les bénéfices ont augmenté au point qu'ils représentent aujourd'hui 30% des bénéfices réalisés par l'ensemble des entreprises. Le secteur financier ne devrait-il pas être un moyen au service d'une fin, la fin étant de rendre notre économie plus efficace ? Quand une économie a un énorme secteur financier, c'est le signe que quelque chose va mal, sauf si elle l'exporte à des imbéciles. Au Royaume-Uni, cela peut se justifier, parce que l'industrie financière y a trouvé beaucoup d'imbéciles pour acheter ses services. Il nous arrive de faire quelque chose de ressemblant, mais la plupart du temps, nous n'exportons rien du tout. Ce qui était conçu comme un moyen au service d'une fin devient donc une fin en soi. Le secteur financier n'a tenu aucune de ses promesses ; il n'a pas géré le risque et a mal réparti les capitaux. Et il a détourné d'énormes sommes d'argent du reste de l'économie.

Je suis à la tête de la Commission de mesure de la performance économique et du progrès social. L'une des questions que nous avons abordées est celle-ci : jusqu'à quel point le secteur financier doit-il être inclus dans la mesure du PIB ? L'innovation financière s'est surtout concentrée sur l'arbitrage comptable : elle a élaboré des méthodes permettant de contourner la régulation. Elle y est parvenue, mais à grands frais pour nous tous. Il s'agissait bien d'innovation, mais ce n'est pas ce genre d'innovation que l'on pouvait espérer du secteur financier. En effet, qu'attendent les gens d'une bonne gestion du risque ? La possibilité de conserver leur logement. Or 3,6 millions d'Américains ont perdu le leur. De toute évidence, le secteur financier n'a pas innové de façon à rendre notre économie plus efficace.

La bonne régulation est celle qui incitera les professionnels de la finance à faire bon usage de leur créativité plutôt qu'à tromper tout le monde. Elle devra les encourager à créer des produits qui contribueront à mieux gérer le risque et à mieux répartir les capitaux.

Marshall Auerback

Je viens du monde de la finance, même si j'ai passé l'essentiel de ma vie à analyser les marchés émergents. J'ai vu la magie de Wall Street opérer dans la plupart des pays où j'ai vécu, notamment en Asie du Sud-Est. A Hongkong tout d'abord, en 1982, où j'ai vu l'index Hang Seng passer de 600 à 1100, puis retomber à 695. J'ai également vu le dollar passer de 650 à 1250, puis le marché singapouro-malais perdre 50% en deux ans. J'ai démarré ma carrière en 1982, mais ma perspective n'est pas du tout la même que si je l'avais entamée aux Etats-Unis à la même époque. Arrivant au début d'un incroyable marché haussier, je me serais certainement dit : « cette politique de dérégulation est absolument géniale ». Aux Etats-Unis, la plupart des gens croyaient alors à l'évangile du marché financier.

J'ai été témoin de nombreuses destructions de capitaux, et j'aurai donc tendance à être très prudent, au cours des prochains mois, lorsque les grandes banques de Wall Street délivreront leurs conseils. Au début de sa présentation, James Galbraith a fait remarquer que la crise financière est en train de se transformer en crise économique, mais la plupart des gens qui proposent des solutions s'appuient sur un argument implicite : si on s'occupe du système bancaire, tout rentrera dans l'ordre. Ils préparent déjà la contre-attaque face à certaines des mesures fiscales que risque de proposer la nouvelle administration. Par exemple, les gens pensent qu'il ne faut pas laisser le gouvernement dépenser trop. C'est la pensée FMI typique, qui domine depuis un quart de siècle.

En 1997, j'étais en Asie du Sud-est et je me rappelle l'époque où les économies de la région ont été confrontées à une crise semblable. Le FMI leur a dit : « Relevez vos taux d'intérêt et réévaluez votre monnaie », le genre de mauvais conseil que n'importe quelle personne raisonnable aurait alors donné. Je me souviens que le professeur Stiglitz eut alors le courage de critiquer le FMI. Par chance, ces pays n'ont pas tenu compte de tout ce que le FMI leur disait. Ils ont lâché la bride à leur monnaie et se sont mis à exporter. Ils ont ensuite commis des erreurs, mais il n'en reste pas moins que le FMI donne de mauvais conseils depuis un quart de siècle, en défendant les intérêts du secteur financier aux dépens de l'économie réelle.

Le FMI a-t-il tiré la leçon de cette expérience ? Quand ces économies ont connu une reprise, le FMI a déclaré : « Nous ne referons plus les mêmes erreurs ». J'ai cependant constaté, lors des discussions avec l'Islande, que l'une des conditions du prêt était de relever les taux d'intérêt, de 12 à 18%, je crois. On peut donc se demander si le FMI a réellement tiré les leçons du passé...

J'ai aussi passé du temps au Japon. Dans les années 1980, le Japon avait une économie bien gérée et extrêmement performante. Tout était réglé comme du papier à musique. Il y avait une inflation faible et une croissance forte. Mais en 1985-86, le département Trésor des Etats-Unis a fait pression sur les Japonais pour qu'ils dérégulent leurs marchés financiers. Les Japonais ont accepté, à contrecœur, mais ils ont fait exactement ce que le Trésor leur demandait et, c'est selon moi ce qui a créé leur économie de bulle. Ils ont perdu le contrôle de leur économie et de leur système de crédit. Vingt-cinq ans après, ils continuent à en subir les conséquences.

Je pense que l'exemple japonais donne une idée assez précise des défis qui nous attendent en Amérique. Pensons à ce qui s'est produit au Japon. Il y a quelques semaines, l'indice Nikkei est retombé à un niveau qu'il n'avait plus atteint depuis 1982. Il n'y aura donc

pas de solutions rapides à nos problèmes. Et je pourrais ajouter que le Japon est un pays créateur, qui dispose d'une considérable réserve d'épargne, ce qui n'est pas le cas des Etats-Unis.

Un autre argument que l'on entend souvent ces temps-ci est qu'il faudrait éviter de trop dépenser, car cela risquerait de provoquer une crise du dollar : les créanciers étrangers pourraient être tentés de retirer leurs capitaux. J'admets que le risque existe, même si une telle option, de la part des Chinois ou des Japonais, reviendrait, sur le plan économique, à déclarer la guerre. Il est tout à fait possible que l'on assiste à une désertion des créanciers du secteur privé, mais je pense que nous ne pouvons pas nous permettre de lésiner sur les moyens, car cela ne ferait qu'aggraver la situation. Mon expérience des marchés émergents m'a enseigné que les économies en pleine hémorragie ont tendance à provoquer la fuite des capitaux davantage que les économies en pleine croissance. J'espère donc sincèrement que le président Obama aura le courage d'introduire le stimulus fiscal dont l'économie américaine a besoin. Il faudra sans doute entre 500 et 600 milliards de dollars. Il faut voir grand, car une réponse timorée ne peut que mener au pire.

J'espère aussi que le président fera preuve de la même audace en matière de régulation. L'idée que la régulation est toujours nuisible est un de ces mythes dont nous ne parvenons pas à nous débarrasser. Depuis un quart de siècle, on a tendance à dénigrer le *New Deal*, en suggérant qu'il n'a pas été très efficace, et que ce qui a vraiment résolu les problèmes économiques des Etats-Unis, c'est la Deuxième Guerre mondiale. Ce n'est pas du tout ce qu'enseigne l'Histoire, mais le programme néo-libéral repose largement sur un révisionnisme historique, et ce programme a fait beaucoup de mal non seulement aux Etats-Unis mais dans le reste du monde. J'espère que l'arrivée de la nouvelle administration marquera un changement d'approche.

Pierre Calame

Je ne suis pas américain, et je voudrais donc replacer notre discussion dans un contexte international. Le prochain sommet du G20 se concentrera sur la régulation financière et la supervision des valeurs, mais il risque de ne s'intéresser qu'aux symptômes, et non aux causes de la situation actuelle. Si les dirigeants de la planète n'examinent pas de près les changements structurels qui s'imposent, le sommet n'aura qu'un intérêt limité.

Comme l'a dit James Galbraith, stabiliser le système bancaire n'est qu'un premier pas, nécessaire mais pas suffisant. Il a été jusqu'à présent question de la reprise de l'économie américaine ; je voudrais m'intéresser à l'économie mondiale. Pour cela, revenons aux origines de la crise et voyons ce qui est véritablement en jeu. Cela devrait nous permettre de dégager les grandes lignes de ce que pourrait être le système monétaire, financier et énergétique de demain.

Quant aux causes structurelles de la crise actuelle, je voudrais faire huit observations. Chacune d'elles est bien connue. Néanmoins, de nouvelles perspectives pourraient s'ouvrir si nous les réunissons et si nous réfléchissons sur leurs conséquences.

La première concerne le déclin du poids des Etats-Unis, lent mais continu, au sein de l'économie mondiale. A l'époque de la première conférence de Bretton Woods, les Etats-Unis représentaient la moitié du PNB mondial ; ils n'en représentent plus qu'un quart aujourd'hui. Cela signifie qu'un système multilatéral n'est pas une option à prendre ou à laisser, c'est simplement la réalité.

Deuxième observation : depuis les années 1970, nos économies ont eu tendance à se « financiariser ». Que signifie cette notion ? Je propose de la définir par ses deux principales caractéristiques : la création d'un marché financier unifié, avec un flux continu de transactions qui ne tiennent compte ni des frontières nationales ni de la distance physique, et un déplacement progressif du pouvoir au sein de l'économie de marché, des entreprises non financières vers la finance. Nous devons remonter aux causes de ce changement et étudier de près ses conséquences, afin de proposer une réaction adéquate.

Ce qui m'amène à ma troisième remarque : la financiarisation a pris son envol en 1971, lorsque Richard Nixon a décidé de suspendre la convertibilité du dollar en or. Cette décision a eu trois effets principaux. D'abord, les risques liés au change sont devenus un souci majeur pour les entreprises internationales non financières, qui ont créé des stratégies visant à minimiser ces risques et à en exploiter les possibilités. Ensuite, les échanges monétaires se sont très vite développés et représentent aujourd'hui 97% des flux financiers, ce qui n'a rien à voir avec la véritable création de richesse. Enfin, le rôle joué par le dollar dans la financiarisation du monde a permis à l'économie américaine d'échapper à la discipline macroéconomique.

La remarque suivante concerne le choc pétrolier de 1973. Il a prouvé que le pétrole joue un rôle central dans les échanges monétaires et financiers. D'abord, la TEP, la tonne d'équivalent pétrole, est devenue une monnaie à part entière, un moyen d'échange et un critère de valeur. Ensuite, le choc pétrolier a créé un large excédent de pétrodollars et a donné un nouvel élan à la financiarisation.

Ma cinquième observation porte sur la démographie : le vieillissement des sociétés développées a entraîné une accumulation de l'épargne, et la fonction de la monnaie, de l'argent, comme stockage de valeur a pris une nouvelle signification. Les 15 trillions de dollars gérés par les fonds de pension sont la troisième force motrice de la financiarisation.

La sixième concerne les systèmes techniques qui ont conduit à la fusion progressive de la monnaie et de la finance. En 1973 a été créée la Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications ; combinée à la parcellisation des risques à long terme, elle a contribué à cette fusion. La finance a ainsi transformé les relations interpersonnelles et les formes concrètes de partage du risque en milliers de transactions anonymes.

C'est aussi dans les années 1970 que les actionnaires ont commencé à prendre leur revanche sur les entreprises, en exigeant toujours plus de valeur actionnariale. Cela a rendu les résultats financiers à court terme de plus en plus importants pour définir les stratégies d'entreprise. Si les entreprises familiales se portent bien, c'est parce qu'elles continuent à se concentrer sur l'intérêt à long terme et qu'elles essaient d'entretenir une certaine solidarité entre la direction et le reste du personnel.

Ma huitième observation, enfin, a déjà été formulée par Joseph Stiglitz : le système financier est devenu une fin en soi. Il a élaboré des techniques et des modes de compensation qui ne profitent qu'à lui seul. Aux Etats-Unis, entre les années 1970 et aujourd'hui, les profits du secteur financier sont passés de 15 à 30% du total des bénéfices.

Ces observations permettent de définir le nouveau cadre qui doit être inventé et mis en place. On le voit, ce cadre doit inclure la monnaie, la finance et l'énergie. Il doit par ailleurs donner la priorité à la réflexion de long terme et se focaliser sur les acteurs de l'économie réelle plutôt que sur les institutions financières.

A quoi mènent ces remarques ? Je voudrais faire plusieurs suggestions.

Premièrement, nous avons besoin d'un accord mondial, un nouveau Bretton-Woods qui aborde ces trois sujets connexes : les systèmes monétaires, la régulation financière et la régulation énergétique. Ces trois points ne peuvent être traités séparément.

Deuxièmement, nous devons pour cela adopter une approche multilatérale, associant les grandes régions du monde. Les membres de ce nouveau système international pourraient être l'Amérique, l'Europe, le Sud-Est asiatique (la Chine et les pays voisins) et probablement l'Asie du Sud (l'Inde et ses voisins).

Troisièmement, nous avons besoin de taux de change stables entre ces quatre régions, révisés régulièrement et contrôlés par une organisation internationale, sans doute le FMI. Et nous avons aussi besoin d'une union monétaire au sein de chaque région.

Quatrièmement, nous avons besoin de nouveaux mécanismes de régulation. Je ne m'attarderai pas sur point, puisque tous les autres participants en ont parlé.

Cinquièmement, nous devons stabiliser le coût de l'énergie et des produits de base, par la création de stocks mondiaux qui devraient devenir un moyen de paiement entre multinationales.

Sixièmement, nous devons créer des quotas d'énergie négociable comme monnaie à part entière. Il est absurde d'utiliser la même monnaie pour payer le travail humain et les énergies non renouvelables. Désormais, la monnaie jouera au moins deux rôles : elle aidera à s'orienter vers le développement durable et à lutter contre le changement climatique, et elle stimulera la demande en main d'œuvre sans faire monter la demande en énergie non renouvelable.

Septièmement, nous devons revoir les systèmes économiques et financiers de façon à encourager la réflexion à long terme et le comportement responsable. Il ne s'agit pas, ou du moins pas seulement d'éthique personnelle et de responsabilité individuelle ; il s'agit aussi de supprimer les récompenses financières fondées sur le nombre de transactions, mais également d'interdire les stock-options ou encore certaines pratiques comme celle qui consiste à accorder le droit de vote aux actionnaires seulement lorsqu'ils possèdent des titres depuis un certain temps. Quand on y pense, le passeport américain n'est pas accordé aux touristes qui viennent d'arriver ; pourtant, c'est exactement ce que nous faisons dans la vie économique.

Dès que vous achetez des actions, vous pouvez participer à la prise de décision. Cela revient à encourager la spéculation et à récompenser les *raiders*.

Huitièmement, nous devons inventer un nouvel usage de la monnaie : la monnaie comme réserve stockée en vue d'une utilisation ultérieure. Le principe est assez simple : cette nouvelle monnaie permettrait de mesurer les conditions de prospérité du monde. En détenir serait le seul moyen, pour une génération parvenue à maturité de prétendre à une part de la prospérité future. L'or de demain, c'est le capital naturel, humain, matériel et immatériel de la planète. Le moyen de l'obtenir, de s'en rapprocher, reste à inventer ; mais si nous y mettions la moitié de l'énergie consacrée à la finance et à la comptabilité prétendument novatrices, nous trouverions certainement des solutions. Lorsqu'on s'engage vraiment, on trouve toujours une issue.

Un dernier point : nous avons besoin d'une grande diversité de monnaies. Le commerce mondial peut s'accommoder de communautés de taille et de nature différentes, qui organisent leurs propres échanges internes, comme c'est le cas des monnaies complémentaires. Notre monde est et doit être à la fois un monde d'universalité et de diversité accrues.

Marcellus Andrews

Nous sommes en pleine crise économique et devons affronter un problème à court terme. Nous avons besoin d'un stimulus puissant et bien ciblé si nous voulons survivre. Mais quand je réfléchis à ce que nous voyons en ce moment, je me dis que le plan de sauvetage ressemble beaucoup à une prise d'otages un peu particulière dans laquelle le ravisseur agirait sous les yeux de la police, qui se contenterait de lui donner toujours plus d'argent. Tout cela est un peu fou...

J'étudie les institutions, les banques, les marchés financiers. J'essaye d'expliquer à mes étudiants des phénomènes que moi-même je comprends à peine. J'essaye de leur dire que nous avons des institutions censées évaluer, gérer et limiter le risque, mais qu'en réalité ces institutions fabriquent du risque et l'amplifient, cela en masquant le risque aux yeux des régulateurs, des marchés et du public. Mes étudiants me disent : « D'après nos manuels, les marchés financiers sont censés attribuer le capital de la façon la plus efficace. Mais toutes les saisies et toutes les faillites, ces maisons vides et ces gens qui se suicident parce qu'ils ont perdu leur emploi et leur logement, tout cela n'indique-t-il pas que le capital a été très mal attribué ? » Et ils s'étonnent que ce soient ceux-là mêmes qui ont si mal attribué le capital qui nous dictent aujourd'hui la marche à suivre...

J'ai beaucoup réfléchi à ces questions et suis parvenu à des conclusions que j'aimerais partager avec vous. Si nous repensons à la façon dont tout a commencé, alors tout ce qui a été dit aujourd'hui me semble parfaitement juste. Mais je pense aussi aux choix de politique économique qu'il y a derrière tout cela : les baisses d'impôts, la dérégulation dans un pays où la majorité des habitants n'avait pas les moyens de s'offrir le rêve américain. Nous avons établi un contrat social qui consistait essentiellement à financer la consommation par la dette. Et nous avons demandé à Wall Street de trouver un moyen de prêter de l'argent en toute sécurité à des gens qui autrement n'auraient pas pu emprunter : les sidérurgistes au chômage de Cleveland, les travailleurs sans diplôme, ceux qui travaillent dans les bodegas du Bronx... Bref, tous ceux qui rêvent d'une grande maison et d'une télé mais qui ne peuvent se les offrir, et qui doivent utiliser leur carte de crédit pour payer leur assurance maladie. Et Wall Street l'a fait.

Nous avons cédé notre pouvoir à des entreprises de gestion financière en demandant aux marchés de résoudre les problèmes sociaux. Quelque part sur le chemin, nous avons oublié que l'entreprise ne fait pas partie de l'infrastructure sociale, et qu'on juge de ses performances, surtout en matière de gestion du risque, selon que nos besoins sociaux sont satisfaits ou non par le recours à diverses formes d'instruments financiers.

Nos constructeurs automobiles sont à présent au bord de la faillite. Nous avons peur de la faillite à cause de ses conséquences économiques et financières à long terme. Nous avons peur pour Bear Stearns parce que, sans Bear Stearns, nous craignons de voir s'écrouler toute la tuyauterie du système financier, et de nous retrouver face à une crise économique. N'est-ce pas une situation proche de la prise d'otages ?

Cela m'a ramené à Charles Lindbloom et à Carl Polanyi, et je me suis demandé quelle était aujourd'hui la place de l'entreprise dans notre société. Dans le système actuel, tel que nous l'avons construit, l'entreprise est un moyen d'accumuler du capital, de réaliser des bénéfices, de gérer notre production ; et d'une certaine manière, nous avons laissé le financement de cette entité prendre le dessus. D'où mon interrogation : quand les problèmes

les plus urgents auront été réglés, la tâche la plus urgente ne sera-t-elle pas de s'interroger sur la nature de l'entreprise, de la revisiter de fond en comble ? Qui est-elle, à quoi sert-elle ? Qui sont ses actionnaires ? Comment la finançons-nous de manière à gérer les risques efficacement et à punir ceux dont le comportement menace tout le système ?

Je suis assis à côté de Joseph Stiglitz, l'auteur de tant d'articles et de livres sur ce que les prix peuvent et ne peuvent pas faire, sur les risques que l'on peut prendre et ne pas prendre, sur les externalités négatives et les limites d'une gestion privée des risques. On ne prête malheureusement aucune attention à ce que cet homme écrit. On ne prête également aucune attention au fait que la gestion des risques n'est pas un élément essentiel dans le fonctionnement de nos institutions. Pendant ce temps, forts de leur influence, ceux qui géraient les risques et ont échoué continuent à nous imposer leur vision des choses.

Nos institutions ne peuvent fonctionner sans danger. Notre contrat social néglige délibérément les besoins de la majorité, dans un contexte de déclin des revenus et d'accroissement des inégalités. Nous nous servons des dettes pour accomplir des choses impossibles. Et puis quand tout s'écroule, nous laissons les fautifs dicter leur point de vue pour la reprise et la reconstruction. Cela paraît insensé. Quand la crise actuelle sera passée, il faudra entièrement repenser la nature de l'entreprise et son financement. Elle n'est qu'un outil, et ne doit en aucun cas avoir voix au chapitre en politique.

Question du public :

J'ai deux remarques. La première concerne les problèmes cachés : nous savions tous qu'il y avait des problèmes liés aux prêts et au surendettement. Personne n'a été surpris. Mais voici la vraie question, celle qui me paraît importante : comment créer un nouveau système international de paiement ? Nous ne pourrions rien faire aux États-Unis tant que ce problème n'aura pas été réglé.

La deuxième porte sur la régulation. Robert Rubin, Alan Greenspan et d'autres diront : « Si vous imposez la régulation aux institutions financières américaines, elles partiront s'installer dans d'autres pays. En Suisse par exemple, puisqu'il est si facile de déplacer son argent à travers le monde ». Une régulation aux États-Unis est donc impossible tant que l'on ne disposera pas d'une régulation planétaire, ce qui a peu de chances de se produire. Il faut donc instaurer des restrictions sur les flux de capitaux, en attendant qu'une solution soit trouvée au niveau international. Nous ne pouvons plus avoir un système monétaire hégémonique. Nous avons besoin d'un système international de paiement qui ne repose pas sur le dollar. Mais cela va être difficile.

Joseph Stiglitz :

Tout d'abord, je pense que le souci que vous exprimez préoccupe également les gens comme Barney Frank, qui essaient de remodeler le système financier ; c'est une alternative pour beaucoup de gens qui souhaitent éviter la régulation. Tout indique que les pays qui ont de bons marchés financiers, avec une régulation saine, s'en sortiront mieux que ceux dont les marchés sont plus volatiles à cause d'une régulation laxiste. Je ne suis pas sûr en tout cas que la situation soit si grave que cela. Je sais que la plupart des membres du G7 cherchent à coordonner leurs efforts pour parvenir à un système de régulation mondiale.

J'en viens à votre deuxième point : nous pouvons faire beaucoup de choses dans le cadre de ce que j'appelle l'isolement protecteur. Cela revient à dire : « Peu m'importe que les gens jouent dans les casinos de Las Vegas, peu m'importe qu'ils jouent aux îles Caïmans, tant que cela n'a pas d'incidence sur moi ». Mais pouvons-nous être certains que notre système financier ne sera pas touché par la spéculation qui se déroule ailleurs ? Cela me paraît envisageable, si l'on interdit aux banques américaines de procéder à des transactions avec des banques étrangères qui ne respectent pas les normes communes. Cela mettra fin aux îles Caïmans, ou du moins cela les poussera à s'amender. Il ne s'agit pas de savoir si nous pouvons le faire : je ne fais que répondre à une question d'économie politique. Quelqu'un qui a travaillé chez Lehman Brothers m'a dit qu'à son arrivée, on lui avait ouvert un compte aux îles Caïmans en guise de cadeau de bienvenue. Cela fait partie du décor. Mais je pense qu'un virage a été pris et que nous devrions pouvoir en profiter pour changer certaines choses dans ce domaine.

Deux autres points, très brièvement. La nature des problèmes auxquels nous sommes confrontés était connue depuis longtemps. Aucune surprise, sauf pour ceux qui ne voulaient pas regarder la vérité en face. Je viens de relire un article que j'ai écrit en 1990, au début du processus de titrisation. J'avais prédit ce qui allait arriver, j'avais même prédit les détails, en précisant notamment que le degré de corrélation et la probabilité de chute des prix risquaient d'être sous-estimés.

Question du public :

On a récemment évoqué dans la presse l'effondrement des ventes au détail en octobre. Ce phénomène connaît pourtant une exception : chez Wal-Mart, les ventes ont augmenté. Je pense que le phénomène peut être interprété de la façon suivante : les gens se tournent vers le bas du marché parce que leurs revenus diminuent. A terme, cela risque de poser un problème.

Nous savons tous que les revenus moyens des Américains stagnent, et c'est ce qui explique que la dette ait continué à augmenter : les gens ont voulu maintenir leur niveau de vie. Il y a un autre phénomène qui mérite d'être souligné. A la suite des baisses d'impôts de 2003, on a constaté une nette hausse des achats d'actifs financiers effectués à l'étranger – ce qui suggère que les baisses d'impôts ont contribué à financer des investissements qui n'ont pas directement profité au pays.

Je pense donc que nous avons affaire à un véritable déséquilibre, marqué par une réorientation de la demande, qui se tourne vers le bas du marché, tandis que la tranche supérieure des revenus, censée générer de l'épargne, selon la théorie du ruissellement, achète en réalité des actifs dans le monde entier. Quelle quantité de cet argent revient aux États-Unis ? Nous n'en savons rien, mais il semble bien qu'il y ait là un problème structurel, auquel il a d'ailleurs été fait allusion durant la campagne présidentielle, lorsque Obama a proposé d'augmenter la fiscalité sur les plus hauts revenus et de la réduire pour les autres.

L'autre question qu'il faut poser, puisque Economists for Peace and Security participe à l'organisation de ce colloque, c'est celle du budget de la défense, plus élevé que jamais depuis la Deuxième Guerre mondiale. Et il y aura sans doute des pressions pour l'augmenter encore. L'équipe Obama n'a rien révélé de ses positions à ce sujet, on ignore même si elle se penchera sur le problème des dysfonctionnements considérables de l'appareil de sécurité nationale. En général, les gens parlent plutôt des dépenses civiles du gouvernement : la santé, l'éducation et les infrastructures, et c'est exactement ce dont nous avons besoin, à la fois pour lutter contre certaines causes d'inégalités, mais aussi parce que la croissance économique dépend de plus en plus du capital humain, du savoir et des infrastructures.

Marcellus Andrews :

Je suis d'accord avec cette interprétation du déplacement de la consommation vers Wal-Mart, mais cela soulève une autre question intéressante. J'en suis venu à penser que notre problème à long terme ne tient pas seulement aux inégalités, mais aux difficultés que connaissent les 60 ou 70% de la population qui occupent le bas de l'échelle des revenus, et qui en plus de voir leurs ressources diminuer, doivent faire face à la hausse du coût de l'éducation, des soins médicaux, et de bien d'autres choses. Ces problèmes étaient en partie gérés par le contrat social fondé sur la dette, introduit par ceux qui nous ont apporté l'économie de l'offre. L'éclatement de cette bulle est cohérent, au regard de l'effondrement économique auquel nous assistons, mais il est aggravé par l'insouciance des marchés financiers. Alors que nous essayons de recréer le contrat social dans le cadre que vous avez esquissé, nous devons aussi à relever un défi politique, celui de la lutte autour de l'usage des ressources publiques. Devons-nous avoir d'importantes dépenses d'infrastructures sociales et de consommation publique ? Ce n'est pas seulement une question de régulation, mais de pouvoir : certains secteurs du système ont-ils leur mot à dire quant à la restructuration du

contrat social ? Je perçois des craintes quant à l'abandon du contrat social américain à une époque où le capital est mondial. Si nous n'affrontons pas ce défi, nous ne pourrons pas accomplir notre tâche.

Joseph Stiglitz :

Je voudrais faire deux commentaires, tous deux assez théoriques. Premièrement, ce changement dans la répartition des revenus, le glissement vers la tranche supérieure, est un phénomène lié à un argument qui date de débats antérieurs à la Deuxième Guerre mondiale. Au lendemain de la Première Guerre mondiale, on craignait que la demande globale soit insuffisante : on parlait de sous-consommation. Si l'on en croit certaines théories économiques modernes comme la théorie de l'ajustement, cette crainte serait sans fondement, l'économie gravitant toujours vers le plein emploi. L'opinion de Keynes était très claire à ce sujet : le phénomène pouvait se produire, mais très lentement et pas nécessairement de façon continue. Je pense que nous devrions accorder une certaine attention à cette idée. Quels sont les processus d'ajustement, où nous emmènent-ils, pourquoi sont-ils instables ? Si nous ne nous intéressons pas aux inégalités sous-jacentes, ce qui revient à relancer la consommation, où le système actuel nous entraînera-t-il ? Il y aura un ajustement, mais lequel ?

Mon second commentaire m'a été inspiré par mon collègue Bruce Greenwald. Je le soumetts à votre réflexion parce que je ne sais pas encore si je suis vraiment d'accord avec sa suggestion, qui me paraît néanmoins intéressante. Selon Greenwald, la Grande Dépression a été une étape cruciale pour notre reconversion industrielle : c'est à ce moment que nous avons compris que les Etats-Unis n'étaient plus une économie agricole. Il s'agissait d'un ajustement structurel. Aujourd'hui, nous avons un secteur agricole florissant, mais il n'emploie que 2 à 3% de notre main d'œuvre, parce qu'il y a eu une énorme hausse de la productivité. C'est donc à la fois un succès et un problème.

L'industrie est depuis soixante-quinze ans la base de notre économie et le secteur a connu des réussites considérables, des hausses phénoménales de la productivité. Puis la mondialisation est apparue, qui a diffusé notre savoir-faire à travers le monde. Cela suggère que l'Amérique, avec d'autres pays industriels avancés, connaît en ce moment un ajustement douloureux. Notre industrie ne constitue plus un avantage comparatif, et elle ne crée plus autant d'emplois qu'autrefois : il y aura bientôt dans le monde tous les téléviseurs que l'on veut, tous les habitants de la planète posséderont le leur, mais les produire réclamera peu de main d'œuvre, de la même façon qu'il faut peu de main d'œuvre pour nourrir la planète.

Si cette idée est juste, notre économie va subir un ajustement, mais l'économie mondiale également. Si cette idée est juste, nous devrions, dans notre quête de réponses à court terme, chercher comment nos dépenses peuvent faciliter la transition vers l'économie de demain. C'est tout le sujet d'un débat dont nous n'avons pas encore parlé, celui du renflouement de l'industrie automobile. Il s'agit d'une tentative visant à préserver la vieille économie, une économie dont les PDG ont prouvé leur incompétence. Et voilà que nous voulons assurer leur survie ! Y aurait-il un autre moyen de faciliter la transition, en envisageant un autre type d'industrie, au service d'une économie verte ? Je vous soumetts cette idée dont je ne sais pas ce qu'il faut en penser, mais qui me paraît intéressante.

Question du public :

Si l'on se réfère aux chiffres de la Réserve Fédérale, le secteur financier des Etats-Unis détenait, au début de l'année 2008, 63 trillions de dollars d'actifs pour 4,5 trillions de dollars de fonds propres. Admettons que nous soyons aujourd'hui à environ 55 trillions d'actifs pour

1,5 trillions de fonds propres. Si nous revenions aux ratios de solvabilité de 1997, il faudrait recapitaliser le système financier à hauteur de 6 ou 7 trillions de dollars. En comparaison, les 250 milliards de la première tranche du TARP ont l'air d'une mauvaise plaisanterie...C'est une goutte d'eau dans la mer. En même temps, les 5, 6 ou 7 trillions de dollars qu'il faudrait injecter représentent 50% de notre PIB. La seule solution pour y parvenir serait sans doute une nationalisation complète du système financier. Mais comment y parvenir ?

Question du public :

Nous sommes face à un défi immédiat, mais cette étape dans laquelle nous sommes entrés, l'étape de la financiarisation, n'est-elle pas une troisième étape de notre histoire, qui fait passer notre économie du capitalisme industriel au capitalisme financier ? Et si c'en est également fini du capitalisme financier, à quoi devons-nous maintenant nous attendre ?

Marcellus Andrews :

A quoi devons-nous nous attendre ? Eh bien, pour rebondir sur ce qu'a dit le professeur Stiglitz sur l'industrie automobile, il ne faut pas sauver telle entreprise ou tel PDG, mais nous devons en revanche décider ce que deviendront les ouvriers et les régions concernés. Certains de mes collègues ont passé beaucoup de temps à se demander comment les Etats-Unis peuvent profiter de ce qu'on appelle l'économie verte. Les économistes doivent trouver le moyen de transformer notre pays en un lieu créateur de technologies propres, de modes de vie propres, de moyens de transport propres, non seulement pour nous, mais aussi pour le reste du monde. Nous devons être les pionniers d'une forme de capitalisme vert qui utilise correctement les marchés, qui détermine le prix du carbone, la façon de s'en débarrasser, et qui règle la question épineuse du charbon. Progressivement, nous devons élaborer les technologies et les modes de vie que nous pourrions ensuite exporter vers le reste du monde. Cela suppose une redéfinition du rôle de l'Etat, une redéfinition de la nature de l'économie mixte, une lutte pour savoir à qui appartient l'Etat.

Joseph Stiglitz :

Je voudrais réagir à votre première question. Nous disposons dans notre société de différents types de biens : le capital humain, le capital physique, la terre –tout est là. Ce capital, pour l'essentiel n'a pas été détruit. Ce dont vous parlez est finalement le droit des gens à disposer de ces biens. Notre système est devenu un peu confus. Les gens ont parié de grosses sommes d'argent, de sorte que A doit à B, B doit à C, mais B ne peut pas payer C parce que A ne peut pas payer B. C'est une des façons d'envisager la crise : tout le monde jouait avec l'argent des autres, et notre système de droit s'est embrouillé. Il faut donc le clarifier. Les faillites ne détruisent pas les actifs : le constructeur, les machines sont toujours là. C'est important, parce que celui qui contrôle les actifs décide non seulement des revenus, mais a la main sur le processus de décision. Si ceux qui ont pris de mauvaises décisions restent les décideurs, ils en prendront sans doute d'autres. Pour en revenir au secteur automobile, il n'y a pas si longtemps, les gens qui étaient aux commandes se moquaient du réchauffement de la planète et refusaient de fabriquer des voitures écologiques. Chaque fois qu'on proposait une régulation, ils allaient voir leurs avocats. Alors pourquoi se fier à ces

gens-là pour passer à l'économie verte ? Ce n'est pas ce dont ils ont envie. Voilà pourquoi nous avons besoin d'un changement massif dans la gestion des entreprises.

Pour qu'une économie fonctionne, elle a besoin de crédit. Le crédit est en quelque sorte un droit sur les ressources futures. Les banques ne sont qu'un moyen de garantir que tel ou tel est solvable. A qui dois-je accorder des droits aujourd'hui en échange d'une promesse de remboursement ? Nos banques d'investissement ont montré qu'elles en étaient incapables. Il faut donc selon moi nous en débarrasser. C'est une solution extrême, mais je voudrais rappeler que certaines personnes, certaines banques régionales se sont plutôt bien débrouillées. Elles ont simplement été rattrapées par les événements et ont commis des erreurs de jugement. Il faut donc recréer un système de crédit permettant de maintenir la production et apporter une réponse cohérente à tous ceux qui ont prêté de l'argent et demandent à être remboursés. Derrière les obligations de type CDO (collateralized debt obligations) qui ont été émises, les trillions que représentent ces obligations – bien plus que le PIB mondial – il n'y a qu'un vaste système de paris qui me ramène à ce que je disais tout à l'heure : B doit des sommes colossales à C, mais ne peut pas les lui rembourser, car A ne l'a pas remboursé des sommes également colossales qu'il lui a prêtées. Malheureusement, ce système dans lequel chacun a parié sur l'argent des autres ne tient plus debout.

Question du public :

L'évaluation privée des risques est également remise en cause. Il y a eu récemment plusieurs propositions de réforme, notamment celle consistant à réformer les agences de notation et à créer une agence centralisée en grande partie indépendante. J'aimerais savoir ce qu'en pensent les participants.

Question du public :

On parle beaucoup de stimulus, beaucoup moins de la façon de le mettre en œuvre et de l'usage qu'il conviendrait d'en faire. Les dépenses militaires sont certainement les pires dépenses possibles ; il me paraît essentiel de privilégier le capital humain. Mais cette question me semble devoir être examinée de plus près, car toute erreur de jugement aurait des conséquences très graves.

Marshall Auerback :

Je suis d'accord avec cette dernière remarque. Au-delà des mesures de bon sens, comme l'extension de l'assurance chômage et des bons d'alimentation, je crois que des efforts en faveur des infrastructures, et notamment des infrastructures « vertes », auraient des effets très positifs. Dans l'Etat de Minnesota, il y a des ponts qui s'écroulent. Cela devrait suffire à nous montrer ce qu'il faut faire. Je suis également favorable à la réduction des dépenses militaires : les fonds pourraient être utilisés à autre chose. Malheureusement, le Pentagone a une telle influence sur la politique des Etats-Unis que je me demande s'il y aura un véritable changement dans ce domaine. Nous en aurions pourtant bien besoin. Notre budget militaire en effet supérieur à celui des vingt pays, qui après les Etats-Unis, dépensent le plus pour leur défense.

Quant aux agences de notation, ce sont actuellement des entreprises privées qui ont pour mission d'évaluer les produits de leurs clients. Cela crée des conflits d'intérêts qui

pourraient être dépassés grâce à des agences indépendantes. Je m'interroge également sur le principe de la titrisation. Quand on y pense, nous disposons de toutes sortes d'instruments financiers élaborés au moyen de techniques mathématiques toujours plus ésotériques. Au vu des résultats qu'elles ont produit, on peut légitimement s'interroger sur leur pertinence pour concevoir des produits destinés – rappelons le – à être vendus...

Une nouvelle architecture financière pour les Etats-Unis

Jack Blum

J'ai tout d'abord un aveu à vous faire : je n'ai jamais suivi aucun cours d'économie, ce qui fait de moi un orateur plutôt inhabituel dans ce genre de colloque. Mais j'ai derrière moi quarante ans d'enquêtes sur les fraudes et les crimes financiers. Cela va sans doute vous étonner : la première fois que j'ai enquêté sur une fraude liée aux *subprimes*, c'était en 1969. Une centaine de personnes avaient alors été mises en prison. A l'époque, le sénateur Hart, alors président de la sous-commission anti-trust, m'avait demandé de déterminer pourquoi les villes étaient vidées, pourquoi les maisons étaient saisies puis brûlées. Et nous avons découvert que les banques abandonnaient les prêts ordinaires, qu'elles essayaient de transformer en prêts FHA¹, pour les vendre ensuite à Fannie Mae et Freddie Mac, qui les revendaient à leur tour sous forme titrisée à des sociétés de courtage. Parmi ces sociétés de courtage, beaucoup ont fait faillite parce qu'entre temps, les titres en question avaient été baptisés du nom de pass-through (« passe-droit ») – les courtiers au chômage, quant à eux, allaient bientôt porter celui de pass-outs (« trépassés »).

Mais, direz-vous, depuis 1969, pourquoi n'avons-nous pas remédié au problème, puisque nous en avons connaissance ? La réponse est que le lobby le plus puissant au Congrès est celui des agents immobiliers, des banquiers et des entrepreneurs. Il n'y avait donc aucun espoir de réforme par la commission bancaire.

Cette anecdote n'aurait qu'un intérêt historique si l'une des entreprises que nous avons mises en cessation d'activité ne s'appelait pas Eastern Services Corporation, et que les propriétaires, Monsieur et Madame Bernstein, n'avaient pas un fils qui a échappé aux poursuites. En 1989, j'ai appris en lisant le New York Times, qu'il avait été poursuivi à son tour pour des raisons similaires, mais qu'il opérait à une tout autre échelle. J'ai eu l'impression de me retrouver vingt ans en arrière.

Alors quand j'ouvre le même journal et que je lis toutes ces histoires de saisies, avec en illustration, récemment, la photo d'une rue de Boston, j'ai presque la nausée, parce que je me rappelle que c'est une rue où la sous-commission anti-trust m'avait envoyé en 1969. Les germes du désastre financier auquel nous assistons sont là depuis au moins vingt ans.

Plutôt que de faire l'inventaire de tous les signes avant-coureurs de la crise, je voudrais parler des mesures à prendre, de ce qui se joue à travers la régulation, et expliquer pourquoi ceux qui ont envie de trouver une solution doivent pénétrer au cœur des institutions, comprendre comment elles fonctionnent et pourquoi elles sont en panne.

Il faut d'abord avoir à l'esprit que dans notre économie mondialisée, il existe quatre-vingt-dix juridictions qui n'ont pas de droit commercial. Il est ainsi possible de créer une entreprise dans laquelle la direction est dégagée de toute obligation : elle n'a pas de responsabilité fiduciaire, n'a aucune idée du travail accompli, et il n'existe aucune trace des activités de l'entreprise.

Pour dire les choses brutalement, ces pays offrent à toutes les institutions financières du monde un endroit où cacher leurs saletés. Et elles ne s'en privent pas. Beaucoup de ces institutions ont l'art de ne pas faire apparaître sur leur bilan ce qui se passe vraiment. Par exemple, à l'heure qu'il est, si les marchés de crédit sont gelés, c'est parce que toutes les institutions financières savent ce qu'elles ont caché, et qu'elles savent également que toutes leurs contreparties ont dissimulé des choses semblables aux mêmes endroits. Mais comme elles ne savent pas quoi précisément, elles préfèrent ne pas traiter avec elles.

On ne peut pas diriger un système bancaire régulé sans savoir ce qui s'y passe. Cela suppose que les régulateurs puissent y voir clair et aient une idée précise des implantations de chaque institution. Mais nous n'avons pas de système capable d'offrir une telle vision d'ensemble. Après Enron (encore un avertissement qui annonçait la catastrophe à venir), quand nous avons découvert quelque trois-cents entités offshore, quelqu'un aurait pu dire : « C'est intolérable ». Mais non, c'est le contraire qui s'est produit : les banques ont trouvé que c'était une idée géniale, et elles ont inventé les SIV².

Cette situation me paraît invivable. La régulation ne nous permettra pas de résoudre nos problèmes dans un système où l'on peut recourir aux arbitrages pour contourner les règles et s'installer dans des pays sans régulation. Ça ne peut pas marcher.

« UBS, pour rassurer ses clients, mettait en avant ses relations avec le monde politique américain. »

Ce problème présente une autre facette, tout aussi funeste : en délocalisant leurs activités à l'étranger, ces institutions ont injecté des stéroïdes à leurs produits financiers spéculatifs, car ils les ont ainsi soustraits à l'impôt. Et personne ne s'en est vanté. Si vous avez des doutes sur l'ampleur de l'évasion fiscale, lisez le Wall Street Journal d'hier : le plus haut responsable de la banque privée UBS a été arrêté parce que la banque gérait dix-neuf mille comptes non déclarés pour le compte de clients Américains. Et le pire est qu'UBS, pour rassurer ses clients, mettait en avant ses relations avec le monde politique américain.

Il faut replacer cette affaire dans son contexte. Combien d'argent y a-t-il sur ces 19 000 comptes ? Environ vingt milliards de dollars. Ces vingt milliards de dollars peuvent en rapporter à UBS deux cents millions par an. UBS avait des obligations pour un montant de quatre fois supérieur au PIB de la Suisse, et avait besoin de quarante milliards de dollars pour continuer. La banque centrale suisse ne pouvait pas les lui fournir ; elle a dû se tourner vers la Fed parce que, sur le marché, un franc suisse a à peu près la même valeur qu'un kleenex usagé sur un quai de métro. Au lieu d'exiger d'UBS qu'elle livre des noms ou qu'elle joue la carte de la transparence, la Fed n'a réclamé aucune contrepartie, considérant que ce n'était pas elle, en tant que banque centrale, de jouer un rôle de régulation. Tout cela ne peut plus durer.

Comment la régulation fonctionne-t-elle au sein des institutions financières ? Toutes ont un service de gestion des risques animé par des personnes censées savoir ce qui se passe à l'intérieur de l'entreprise. Il y a bien parmi elles quelques personnes qui savent ce qui s'y passe vraiment, mais elles savent aussi ce qu'il faut éviter de dire – en particulier à son patron – si l'on souhaite pouvoir faire carrière. Les gens qui travaillent à la gestion des risques ou à la conformité me font penser à ces gens qui dans les cirques, suivent les éléphants pour balayer les crottes. Et à moins que le gouvernement ne vienne à leur secours au moyen d'une régulation renforcée, leur rôle restera purement décoratif.

Et que fait le gouvernement, dans tout ça ? Il est sous anesthésie générale. Regardez les quatre derniers cycles électoraux, regardez les entreprises qui financent les deux partis et toutes les campagnes présidentielles. Le sujet est beaucoup trop complexe pour que les gens ordinaires puissent en cerner les enjeux. Quant aux membres du Congrès, ils en savent à peine plus ; et si leurs bailleurs de fonds leur disent que tout va bien, pourquoi les contrediraient-ils ?

Il faut tirer le gouvernement de cet état léthargique. Le seul moyen d'y arriver serait de revenir à ce qui s'est passé dans les années 1930, quand une commission a été créée et confiée à un juge, Ferdinand Pecora. La commission avait pu étudier en détail ce qui s'était passé : qui était en cause, comment les manipulations avaient été effectuées, quels étaient les problèmes qui se posaient. Et c'est grâce à son travail que nous avons obtenu une législation très spécifique. Il nous faut aujourd'hui une commission équivalente, car rien ne changera si le public ne comprend pas, et si toute la lumière n'est pas faite sur l'ampleur de la manipulation, sur l'absurdité de certains instruments financiers, et sur ces prospectus de quatre cents pages qui ne voulaient rien dire, mais auxquels la SEC³ n'a pas opposé son veto parce que quelqu'un a décrété qu'ils ne concernaient pas à proprement parler des instruments financiers.

Il y a un autre point qu'il me paraît important de souligner : je veux parler de la faiblesse des régulateurs face à la complexité et à la taille des institutions financières. Les agences de régulation embauchent bien souvent des jeunes qui sortent tout juste de leur fac de droit ou de leur école de commerce ; ils font partie de nos meilleurs étudiants mais ignorent tout des institutions et des instruments financiers qu'ils sont censés surveiller. J'en ai vu essayer de comprendre ce qui se passait, jusqu'à devenir fous. Le plus déprimant était la facilité avec laquelle ils perdaient les pédales. Et au moment où ils commençaient à comprendre, ils trouvaient un bien meilleur emploi. C'est une des raisons pour lesquelles notre système de régulation ne fonctionne pas.

Nous devons aussi nous attaquer à la loi. On le voit constamment en droit fiscal : des juristes ingénieux s'efforcent d'interpréter les textes, rédigent des avis, et tout cela modifie notre compréhension des règles de l'IRS⁴, qu'il faut donc corriger ensuite. C'est un jeu qui ne s'arrête jamais. Il dure depuis quarante ans dans le secteur boursier. Si vous m'expliquez qu'un contrat d'échange de risque de défaut (*credit default swap*) n'est pas un contrat d'assurance, je vous renvoie à toute une série d'interprétations et d'avis à ce sujet. Peut-être faudrait-il alors créer des brochures spécifiques ? Difficile d'y comprendre quoi que ce soit quand on n'est pas du métier...

L'une des priorités reste cependant de régler les problèmes d'arbitrage qui se posent, dans le cadre de la mondialisation, entre les différentes juridictions et les différents droits nationaux. Nous devons nous faire une idée de ce qui se passe vraiment en matière de responsabilité, afin de mettre fin à cette situation où personne n'est responsable et où personne ne sait ce qu'il doit aux autres. Il faut également donner aux départements de gestion des risques, dont on attend qu'ils puissent parfois dire « non », des moyens adaptés à leur mission. Au risque de paraître trivial, ce n'est pas avec un balai et une pelle qu'ils parviendront à se faire entendre.

Bill Black

On m'a demandé de parler d'architecture financière, mais cela n'a de sens qu'en fonction de l'environnement où doit se situer cette architecture. Permettez-moi d'élargir le débat pour inclure aussi l'environnement. On en revient au vieux proverbe : la catastrophe ne vient pas des choses dont on ne sait rien, mais des choses dont on sait qu'elles sont fausses.

Prenons l'exemple de la fraude. Même dans une assemblée comme celle-ci, on évite d'employer ce mot. Dans le célèbre article de George Akerlof⁵, tous les exemples sont des exemples de fraude, mais le mot n'est jamais utilisé. Akerlof est revenu sur la question dans son article sur le pillage, pour lequel il a obtenu le prix Nobel⁶, mais cet article n'est pratiquement jamais cité par les gens qui abordent la crise, bien que ce soit l'un des textes les plus pertinents de toute la littérature économique.

Quoi qu'il en soit, nous avons une théorie qui nous dit que la fraude ne peut pas exister. Si l'on suit cette théorie, la fraude ne peut pas exister, car s'il y avait fraude, les marchés cesseraient d'être efficaces. Or ils le sont... On peut certes objecter qu'il y a eu mille inculpations pour délit d'initié lors de la débâcle des *Savings and Loan*⁷, mais à en croire certains, ce ne serait qu'un détail ne méritant pas que l'on s'y attarde.

Depuis septembre 2004, le FBI a pourtant signalé une « épidémie » de fraude sur les prêts. Et des agences de notation comme Fitch ont examiné de petits échantillons et découvert un taux de fraude supérieur à 40% sur le marché des *subprimes*. Nous sommes donc face à un problème grave dont on ne parle pas, et que l'on ne se donne pas les moyens de combattre. Il n'y a que deux cents agents du FBI pour enquêter sur un demi-million de fraudes par an !

On peut parler d'architecture tant que l'on veut, mais tel est l'environnement. Peu importe l'architecture qu'on adopte, elle ne fonctionnera pas dans ces conditions.

Jusqu'à présent, nous avons donc fait comme si la fraude n'existait pas ; même lorsque nous avons connaissance de cas avérés, nous ne prenons pas la peine d'en parler dans nos articles. Si vous consultez la base de données du Social Science Research Network, vous trouverez peut-être sur le sujet une note en bas de page ici et là, mais sans aucune donnée chiffrée.

La première chose que nous pensions vraie, mais qui ne l'était pas, c'est qu'il n'existe pas de fraude : il ne pouvait en aucun cas s'agir d'une variable économique à part entière.

La seconde, c'est que la régulation ne marche pas. C'est même devenu ce que les sociologues appellent une « prophétie auto-réalisatrice ». Tous les gens de pouvoir ont fini par croire que la régulation était inutile et inefficace ; les membres de l'administration Bush n'ont eu aucune difficulté à le démontrer.

Nous pensions enfin qu'il n'y avait pas lieu d'interdire une pratique dès lors qu'elle pouvait se révéler lucrative, et ce même si elle pouvait avoir des conséquences désastreuses.

Une remarque en passant : on entend parfois dire que peu de défauts ont été constatés sur les CDO (*collateralized debt obligations*). Je voudrais rappeler une chose : ils ont été conçus pour cela, et cela ne signifie pas qu'ils ne perdent pas de leur valeur, comme cela s'est d'ailleurs produit dans bien des cas.

Bill Cosby a dit un jour qu'il y avait beaucoup de choses dans la vie qui restaient absolument inexplicables sans invoquer le hasard. Vous souvenez-vous de l'histoire du

général Washington et du général Cornwallis qui jouent à pile ou face ? Washington gagne, comme vous pouvez-vous en douter, et pose les conditions suivantes : « Nous aurons les fusils, le camouflage, et nous vous tirerons dessus, cachés derrière les arbres, pendant que vous avancerez en longues rangées avec vos mousquets et vos uniformes rouges ». Cette histoire donne une assez bonne idée de la façon dont la régulation – ou l'absence de régulation – a été conçue.

Que dit la théorie dominante ? Premièrement, que la réputation fait tout, et que les conflits d'intérêt ont par conséquent peu d'importance. La littérature spécialisée affirme qu'il est bon de pratiquer l'enrichissement personnel aux dépens de l'entreprise. C'est également une bonne chose que les responsables de l'audit soient aussi consultants, car cela renforce leurs compétences. Alan Greenspan était le grand avocat de cette idée. Relisez ses discours, qu'on peut trouver sur le site de la Réserve Fédérale, et vous y trouverez une ode à la réputation, la réputation qui triomphe de tout.

Deuxièmement, la discipline du marché supprime tout besoin de régulation. La régulation serait même contre-productive, car elle affaiblirait la motivation en faveur de la discipline du marché. Si l'on suivait cette injonction, on devrait par exemple encourager la dette subordonnée et en faire un des piliers de la régulation. Combien de gens dans cette salle ont travaillé comme régulateurs ? Combien ont enquêté directement sur ces choses-là ? Je n'en ai encore jamais rencontré qui ait pu me démontrer qu'un créancier subordonné avait empêché une seule de ces fraudes. Et je me suis intéressé de près à la question.

La même philosophie a servi à justifier les rémunérations les plus excessives, mais également à abroger le *Glass-Steagall Act*⁸ : on a dérégulé le secteur bancaire pour être en mesure, dans un contexte de concurrence internationale, de rivaliser avec le modèle de banque universelle des Allemands.

En cas de problème, on vante généralement les vertus de l'action correctrice. Comme nous mandats aujourd'hui par décret, les régulateurs arrivent rapidement, et des firmes comme Washington Mutual ou Wachovia sont fermées sans attendre que les pertes soient trop considérables. Bien entendu, on ne parle jamais de fraude comptable. L'action correctrice ne s'appuie que sur les chiffres disponibles, y compris si ceux-ci proviennent d'une fraude comptable. Il faut garder à l'esprit les motivations de ceux qui se lancent dans une telle fraude. Celle-ci permet à l'institution de devenir – en apparence du moins – la plus rentable du pays ; elle permet également de verser des compensations énormes et, d'une manière qui réduit spectaculairement les risques de poursuites, de convertir les actifs de la société en bénéfiques personnels à travers les mécanismes habituels (dividendes, plus-values sur stocks, etc.).

En théorie, nous disposions, avec la Federal Deposit Insurance Corporation, d'une institution permettant de garantir les dépôts bancaires. Mais celle-ci n'intervient qu'auprès des banques dont les fonds propres sont insuffisants – ce qu'elles seront toujours tentées de cacher, au besoin en pratiquant la fraude comptable.

Selon le président Bush, tout le problème venait d'une régulation démodée, dont les exigences en matière de fonds propres étaient insuffisantes. Mais Bâle II avait été spécialement conçu pour les assouplir, en particulier pour les établissements détenant de grandes quantités d'actifs hypothécaires. Les banques avaient également été encouragées à utiliser des modèles propriétaires pour évaluer leurs actifs, même si tout le monde savait que cela nous menait droit au désastre. Notre pays n'est donc pas seul concerné. Nous avons contaminé le reste du monde avec une théorie économique contestable. Aux Etats-Unis en tout cas, la concurrence et le laxisme des agences de régulation ont incité à toujours moins de contrôle au niveau fédéral. Et nous avons empêché d'agir tous les Etats qui essayaient de lutter contre les pratiques les plus douteuses, en matière de prêt notamment.

Les fraudes les plus audacieuses ont créé des trous noirs dans la réglementation. Le cas le plus célèbre est celui d'Enron, qui grâce à son cartel, a provoqué une crise de l'énergie en Californie. Souvenez-vous de ce qui s'est passé. Le PDG d'Enron, Ken Lay, a réussi à rencontrer le vice-président des Etats-Unis pour le conseiller et s'opposer à tout effort visant à lutter contre la hausse des prix. Et le lendemain, le vice-président Cheney, reprenant la plupart des suggestions de Ken Lay, a encouragé la Federal Energy Commission à ne prendre aucune mesure en faveur de la Californie.

J'ai pris des notes lors de l'entrevue des Keating Five⁹. En quoi a consisté l'intervention des régulateurs, dans ce cas précis ? Une fois de plus, ils se sont laissé abuser par l'apparente légitimité de leurs interlocuteurs et par le fait que leurs sociétés affichaient des bénéfices record. La Lincoln Savings déclarait être la société de prêt la plus rentable d'Amérique. C'est facile, quand on a recours à la fraude comptable...

Une dernière remarque, pour finir : les meilleures règles seront inefficaces si vous avez des dirigeants d'entreprise qui ne croient pas à l'utilité de la régulation. Vous rappelez-vous de James Gilleran, que le président Bush avait mis à la tête de l'Office of Thrift Supervision (bureau de surveillance des caisses) ? Il était venu à une conférence de presse muni d'une tronçonneuse et du registre fédéral pour montrer que son objectif était de mettre fin à toute régulation !

En résumé, il faut avoir une réflexion qui aille au-delà de la simple structure régulatrice. Le FBI ne peut à lui seul enquêter sur tous les cas de fraude. C'est lui qui signale les cas suspects. C'est lui qui identifie les pourvoyeurs, les points faibles des systèmes incriminés. Nos équipes participent aux grands jurys afin que ceux-ci soient efficaces ; nous sommes à la fois leurs témoins et leurs experts. Supprimez tout cela, et le secteur se trouve décriminalisé de facto.

Barkley Rosser

J'aimerais aborder cinq points, dans un esprit assez semblable à celui des deux précédentes interventions, où il était question de lutter contre la fraude. Mon premier point aura pour objet la création de nouvelles institutions. Le deuxième, la lutte contre les bulles. Le troisième, la terrible pratique du « *mark to market*¹ ». Dans le quatrième, je me pencherai sur les problèmes de l'immobilier. Enfin, pour finir, je dirai quelques mots à propos des banques les plus sûres au monde, les banques canadiennes.

Concernant la création de nouvelles institutions, je voudrais commencer par une mise en garde. Nous traversons une crise formidable. Nous en profitons tous à des degrés divers, ceux du moins qui n'ont pas été ruinés, car c'est l'occasion d'introduire toutes sortes de nouveautés. Mais même dans une situation comme celle-ci, notre capital politique est limité. Que devons-nous faire ? Plutôt que de créer de nouvelles institutions, je pense qu'il faut tenter d'instaurer de bonnes règles, de bonnes régulations, et les mettre entre les mains de gens compétents. Je ne citerai aucun exemple, plusieurs ont été cités au cours de nos discussions. Mais la plupart des actions qui ont été proposées peuvent être accomplies dans le cadre des institutions existantes. Comme l'a souligné James Galbraith, nous disposons de toute une série d'institutions créées lors du *New Deal* ou à l'époque de la Grande Société de Lyndon B. Johnson. Beaucoup sont moribondes, ou du moins peu actives ; leurs dirigeants étaient mauvais, et certains corrompus. Mais mieux dirigées et avec de nouvelles règles, elles permettraient de mettre en œuvre beaucoup des propositions très judicieuses qui ont été avancées aujourd'hui.

Créer de nouvelles institutions ne résout pas tout et peut même mener à un beau gâchis. Il y a quelques années, une restructuration colossale a eu lieu au Département de la sécurité intérieure. Elle était censée être la clef de tous nos problèmes. On a réuni plusieurs agences pour créer une nouvelle entité chargée d'empêcher les terroristes étrangers d'entrer sur le territoire. Mais quand les ouragans ont frappé La Nouvelle-Orléans, nous avons découvert que la Federal Emergency Management Administration (FEMA) dépendait du Département de la sécurité intérieure, et que celui-ci se moquait bien des ouragans. Nous ne pouvions donc pas compter sur l'aide de la FEMA.

N'allez pas croire pour autant que je sois totalement hostile à la création de nouvelles entités. Prenez par exemple la Homeowners Loan Corporation (HOLC) de Paul Davidson, qui est une création des années 1930. C'est une institution utile, dont nous avons besoin, et qui pourrait très bien être intégrée au Département du logement et du développement urbain.

On a aussi évoqué, surtout pour les CDS (*credit default swaps*), la nécessité d'une bourse centrale pour que ces contrats ne soient plus échangés aux guichets. Cela offrira plus de transparence, nous saurons combien il en existe, et j'ai l'impression que c'est quelque chose de vraiment nécessaire. Mais cela pourrait sans doute également être mis en œuvre dans le cadre de la Commodity Futures Trading Corporation, ou même d'un autre organisme. Moins nous créerons de nouvelles entités, mieux nous nous porterons. La structure institutionnelle doit se limiter au strict minimum.

J'en viens à mon deuxième point, la lutte contre les bulles. J'ai abordé le sujet, ainsi que d'autres dont nous parlons aujourd'hui, avec de nombreux collègues, certains très favorables au libre marché, et c'est sur celui-ci que j'ai rencontré le plus de résistances. Il est vrai que c'est une question très délicate. Je commencerai par une série d'avertissement, et avancerai ensuite quelques suggestions.

Il y a eu par le passé quelques efforts en ce sens, et certains ont été absolument désastreux. Il y a en tout cas un outil dont il ne faut se servir en aucun cas : les taux d'intérêt. C'est un instrument beaucoup trop puissant. Pourquoi la Réserve fédérale n'a-t-elle pas eu une politique monétaire expansionniste quand la bourse s'est effondrée en 1929 ? Parce qu'elle a essayé de chasser la bulle en appliquant cette méthode. Elle y est parvenue, mais nous avons eu la Grande Dépression.

A propos, à quoi reconnaît-on une bulle ? C'est parce que la réponse n'a rien d'évident qu'Alan Greenspan s'opposait à la lutte contre les bulles. Rétrospectivement, on s'est beaucoup moqué de lui. « Pourquoi n'a-t-il rien fait ? », s'est-on demandé. Et je pense en effet qu'il aurait dû faire quelque chose. Mais beaucoup de gens ont oublié qu'à l'occasion d'une vague tentative pour calmer le jeu, il s'était couvert de ridicule. Ce fut son fameux discours de 1996 nous mettant en garde contre l'exubérance irrationnelle. Les marchés ont chuté le lendemain, puis sont repartis de plus belle ; et je ne suis pas sûr que le dollar soit retombé aussi bas depuis.

Greenspan déteste passer pour un imbécile. Et comme cette fois-là, il a vraiment eu l'air d'un imbécile, il a décidé qu'il ne ferait plus rien pour lutter contre la bulle. Il y a à ce sujet des disputes théoriques dans lesquelles je ne veux pas entrer ici. Je pense cependant que le Council of Economic Advisors est l'organisme qui devrait en conserver une trace. A eux de déterminer s'il y a des bulles sur certains marchés.

Comment devrions-nous réagir ? Il nous faut toute une gamme de politiques souples et d'agences pour les mener à bien. Notre réaction dépend en fait de la bulle : chaque bulle a son propre parcours. Certaines enflent, puis éclatent tout à coup (c'est surtout le cas pour les biens de consommation). D'autres mettent plus de temps à se former et se dégonflent progressivement (les bulles immobilières en particulier). D'autres enfin passent par une période de détresse financière (c'est la forme la plus courante) : elles enflent, connaissent une sorte de déclin, et finissent par éclater. C'est ce qui s'est passé sur le marché du crédit et des produits dérivés. Le sommet a été atteint en août 2007, l'effondrement a eu lieu le 17 septembre 2008, soit treize mois plus tard. Je vous recommande vivement l'excellent livre de Charles P. Kindleberger, *Maniacs, Panics, and Crashes*. Kindleberger montre que, historiquement, 37 bulles sur 47 correspondent à ce modèle.

Notre réaction dépend donc du type de bulle, puisqu'on peut s'y attaquer de plusieurs manières. Je pense que nous avons aujourd'hui besoin d'approches innovantes. Nous avons fait une erreur au moment de la bulle pétrolière : nous aurions dû vendre le pétrole dont nous disposions, plutôt que de le garder pour constituer une réserve stratégique.

Nous avons en tout cas des organismes adaptés pour toutes les bulles qui concernent des marchés spécifiques. Si une bulle se forme sur le marché des produits agricoles, c'est au Département de l'agriculture de définir des moyens ciblés, en évitant d'utiliser des instruments trop puissants qui frapperont l'économie tout entière. Je sais bien que ces propositions sont difficiles à admettre et sujettes à controverses, mais je pense qu'il faut essayer.

Quant à la règle du « *mark to market* », je ne pense pas avoir besoin de m'attarder sur son caractère néfaste. Nous avons forcé les banques à vendre des actifs pour lever des capitaux. Quand la valeur des actifs baisse, la vente qui s'ensuit entraîne ces valeurs encore plus bas. C'est donc une règle naturellement déstabilisante.

La question est très complexe. Le « *mark to market* » a été introduit à la suite des accords de Bâle II, en réponse aux exigences de capitalisation imposées aux banques. J'en ai discuté avec de nombreux comptables, qui y sont dans l'ensemble attachés. Comme il y a des arguments valables en faveur de la règle du « *mark to market* », personne ne veut s'en débarrasser. On essaye plutôt de la contourner, comme cela se fait par exemple en Allemagne. Quand une banque allemande promet de garder un actif jusqu'à échéance, elle a le droit de l'évaluer au prix qu'elle l'a payé, ou au prix qu'on lui en donnera. Certains actifs échappent donc à la règle sans que celle-ci soit pour autant remise en cause. Comme certains l'ont fait remarquer, pour pouvoir déroger à la règle, la banque doit faire une promesse. Mais comment l'obliger à tenir sa promesse ? Vaste débat...

Il existe un second moyen de contourner la règle. Le « *mark to market* » repose en grande partie sur l'évaluation au jour le jour. Mais admettons que votre financement repose sur des valeurs à long terme ; vous pouvez vous fonder là-dessus. Dans les deux cas, l'objectif est le même : il s'agit d'aplanir les difficultés, sans entraîner de volatilité.

Un mot à propos de l'immobilier. On s'est beaucoup interrogé sur la façon d'aider les gens menacés de perdre leur logement. Comment éviter que leur maison soit saisie et mise en vente contre leur gré ? Certains ont proposé de créer des chèques-saisie. Ces chèques seraient répartis en fonction des revenus, et pourraient être utilisés pour rembourser un crédit en cas de difficultés. Cela ne serait pas sans poser quelques difficultés, mais l'idée me paraît intéressante.

Une autre idée intéressante concerne ce que l'on appelle le prêt hypothécaire participatif. C'est quelque chose qui a déjà été pratiqué : on renégocie un prêt de façon à permettre au prêteur de pouvoir obtenir une part sur toute plus-value ultérieure. Cela devrait faciliter la renégociation de nombreux prêts.

On peut faire de nombreuses objections. Beaucoup de gens pensent, et je suis assez d'accord, que la crise des *subprimes* se poursuivra tant que les prix de l'immobilier baisseront – et nous ne sommes sans doute qu'à mi-parcours ; je dirais que nous avons encore deux années de déclin devant nous. Nous avons un immense château de cartes construit sur des prêts à risques qui cèdent les uns après les autres. Tant que les prix de l'immobilier continueront à baisser, les subprimes continueront à faire des ravages. C'est la raison pour laquelle beaucoup de gens veulent empêcher les prix de baisser.

Il y a beaucoup à dire à ce sujet, mais je pense néanmoins me situer dans le camp de ceux qui pensent qu'il vaut mieux que les prix de l'immobilier continuent de baisser. Qui a envie de logements chers ? Les gens qui possèdent leur propre maison et qui veulent s'en servir pour emprunter. Mais il y a tous les autres, qui essaient d'entrer sur le marché. Pour tous ceux-là, la baisse des prix sera bénéfique.

Je vous avais dit que je vous parlerais des banques canadiennes. Ces banques sont lourdement capitalisées, très conservatrices, et elles ne font pas faillite. Elles sont efficaces. Leurs régulations sont simples, mais elles fonctionnent. Nous devrions nous y intéresser de plus près.

Il y a une dernière chose que je voulais vous dire : je ne suis pas d'accord avec Bill Black quand il parle de ressusciter le *Glass-Steagall Act*. Nous n'en avons pas besoin.

Paul Davidson

Je suis entièrement d'accord avec ce qui a été dit à propos des économistes qui faute d'élaborer eux-mêmes leurs données, se fient à celles que leur fournissent les comptables. Cela en dit long sur la qualité des études économétriques, surtout lorsqu'il est question de PIB ou de PNB !

J'ai également trouvé très convaincante l'analyse de Barkley Rosser. Nous ne divergeons, je crois, que sur un point : le Glass-Steagall Act. Celui-ci a été voté parce que les banques, depuis les années 1920 et même avant, s'étaient lancées dans toutes sortes de pratiques curieuses. Avec une marge de 5%, par exemple, n'importe quel établissement pouvait devenir un fonds spéculatif. Vous apportiez 5% et vous empruntiez 19 fois la somme ; c'est l'une des raisons pour lesquelles le marché a fini par s'effondrer.

Le Glass-Steagall Act a mis fin à cette situation en imposant une séparation très stricte entre les banques de dépôt et les banques d'investissement. Désormais, les banques, avant de consentir un prêt, devaient procéder à une étude de risque prenant en compte, notamment, les garanties et le comportement bancaire du client. Et une fois accordé, le prêt devait figurer sur les comptes jusqu'à ce que le client ait remboursé ou soit en défaut de paiement.

Aujourd'hui, la situation est totalement différente. Avec la titrisation, les risques deviennent sans importance, car ils circulent de main en main. On peut choisir d'être soit banquier, de faire ces prêts non liquides et de les garder jusqu'au bout parce qu'on ne peut pas les vendre, ou d'être assureur. Le but était de créer un marché secondaire pour les prêts immobiliers. Vous avez parlé des années 1960, mais le système bancaire parallèle a commencé dans les années 1970, quand nous avons autorisé les comptes rémunérés selon le marché à créer des dépôts qui circulent par chèques. Puis, en 1987, la Réserve fédérale a autorisé les holdings bancaires à réaliser jusqu'à 25% de leurs revenus en prêts collatéraux. Et finalement le barrage a cédé en 1999, lorsque le Glass-Steagall Act a été abrogé. A une époque, personne ne pensait devoir garder un prêt immobilier pendant plus de 30 jours ; c'est ce qui est à l'origine de nos difficultés.

Qui est responsable de l'abrogation du Glass-Steagall Act ? On a l'habitude d'en accuser le sénateur Phil Gramm. Mais comme l'a récemment signalé le Wall Street Journal, n'ayant pas réuni suffisamment de voix, il a demandé à un lobbyiste de Citybank d'appeler Sandy Weil, qui s'est adressé directement à la Maison Blanche. Trois jours plus tard, Clinton a convaincu les Démocrates pourtant réticents et l'affaire était réglée. Il est difficile de savoir précisément qui a convaincu le Président d'aller dans cette direction. Mais Robert Rubin a démissionné la semaine suivante et a rejoint Citybank...

Bill Black

Permettez-moi d'ajouter que les banquiers essaient depuis au moins quarante ans de se sortir des activités bancaires. Le problème, c'est que le métier de banquier n'est pas drôle.

Il faut garantir des prêts immobiliers. Il faut déterminer si l'emprunteur remboursera. Il faut vérifier ses comptes, et dire non la moitié du temps. C'est coûteux et fastidieux. Et combien peut-on facturer tous ces services ? Si c'est un prêt vraiment bien garanti, vous n'allez pas faire de gros bénéfices. Les opérations de routine sont informatisées, personne ne fait d'argent là-dessus. Au cours des années 1970, les banquiers ont décidé de se lancer dans l'aventure de la titrisation. Et elles se sont totalement désintéressées de l'activité bancaire.

J'ai pris conscience de tout cela en 1974, lors d'une réunion à San Francisco au cours de laquelle le trésorier de Bank of America m'expliquait à quel point cette stratégie était géniale. Jusqu'alors, Bank of America était une banque locale. Elle proposait des prêts immobiliers à des gens ordinaires. Mais comme me l'a expliqué mon interlocuteur, c'était une activité très peu rentable. Les unes après les autres, toutes les banques qui avaient des activités de crédit se sont désengagées, au point de sous-traiter leurs opérations de trésorerie à des fonds monétaires institutionnels. Nous avons donc d'un côté des banques qui ne veulent plus remplir de fonction sociale, et de l'autre une société confrontée au fait que personne ne se charge des garanties. Pour être plus précis, ceux qui étaient censés s'en charger ont fait de l'argent en trafiquant les comptes ; ils ont acheté des titres sans avoir aucune idée des prêts qu'il y avait derrière, et les banques ont touché pour cela des sommes extravagantes. Cela ne peut plus continuer.

Barkley Rosser

Je voudrais répondre à Paul, et en partie compléter les commentaires de Jack. Selon moi, ce n'est pas tant la nature des banques d'investissement qui pose problème que les faibles marges de financement et l'absence de supervision. Dans un système bancaire fortement dérégulé comme le nôtre, cela pose forcément un problème. Je voudrais citer l'exemple du Canada, où de nouvelles réglementations ont été appliquées aux banques. Je ne sais pas si la même chose pourrait être faite aux Etats-Unis, mais j'ai le sentiment que nous sommes dans la bonne direction. Franchement, je préfère voir Morgan Stanley et Goldman Sachs assurer des missions de banque commerciale que de les voir poursuivre leurs anciennes activités.

Bill Black

Mais quel est le pouvoir des régulateurs ? Que savent-ils des activités des banques ? Et de quels moyens disposent-ils ? Leur action a pour seul effet de mettre le gouvernement fédéral encore plus en difficulté.

Barkley Rosser

Est-ce en rétablissant le Glass-Steagall Act que l'on résoudra le problème ?

Bill Black

Non, le problème est bien plus vaste, et c'est pourquoi je dis qu'il faut regarder le monde tel qu'il est. Je ne pense pas qu'il faille réinventer la roue, ni qu'il soit nécessaire de créer de nouvelles agences. Nous devons nous interroger sur les limites de notre système de

régulation, identifier ses faiblesses, et essayer de comprendre pourquoi les personnes chargées de la gestion des risques ne peuvent pas faire leur travail.

Gary Dymski

Barkley, votre réflexion sur les prêts hypothécaires participatifs est intéressante, mais on peut également imaginer, si on leur en donne la capacité, que les gouvernements locaux prennent eux-mêmes en charge le logement dans leur circonscription. Ils savent ce que coûtent les chantiers laissés à l'abandon, et ils savent aussi ce que cela signifie quand la police n'arrive plus à faire face aux problèmes d'un quartier. Il y a une question que j'aurais aimé poser à Bill Black, concernant les moyens de lutter contre la fraude. Ne pensez-vous pas qu'un moyen de limiter les risques de fraude pourrait être de restreindre les lieux où les échanges de titres peuvent avoir lieu ? Par où faut-il commencer ?

Bill Black

Un bon moyen de prévenir la fraude est de surveiller de très près la formation des bulles. Nous l'avons fait entre 1984 et 1987, alors que nous assistions à une bulle de l'immobilier commercial. Notre démarche a payé, et je crois qu'il vaut mieux travailler comme nous l'avons fait que de se servir de la politique monétaire. Nous avons compris que la bulle reposait sur des schémas Ponzi. C'est l'arme favorite de tous ceux qui cherchent à optimiser une fraude comptable. Il suffit de les additionner pour que la bulle prenne de l'ampleur et que de faux signaux soient envoyés aux marchés.

L'une des meilleures choses à faire est donc de chercher le talon d'Achille des schémas Ponzi, à savoir la croissance. Nous avons freiné la croissance, et cela a permis d'éliminer tous les schémas Ponzi. Il y en avait environ trois cents. L'autre chose à faire, c'est de repérer les comportements étranges. Pour être plus précis, nous nous intéressons aux actifs qui n'ont aucune valeur immédiatement vérifiable, parce qu'il est bien plus facile de les faire gonfler, de créer de faux résultats comptables et de dissimuler les véritables pertes.

Jack Blum

Je voudrais revenir aux biens de consommation. Peut-être ne le savez-vous pas, mais avant qu'un contrat de marchandises puisse faire l'objet de transactions, la Bourse doit l'approuver, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) doit le valider.

Certains ont donc eu l'idée de délocaliser leurs activités vers des zones offshore, et cela a donné naissance à des entreprises comme Refco, qui a depuis fait faillite. Les contrats pétroliers non régulés sont nés de là. Des manipulations invraisemblables ont eu lieu dans ce cadre, effectuées par des gens comme Bernie Kornfeld et quelques spéculateurs russes, et c'est à eux que l'on doit d'avoir vu le baril de pétrole passer en l'espace de trois mois de 140 à 60 dollars. Et pourtant personne, absolument personne ne veut y regarder de plus près parce que la CFTC est un lieu où l'on peut facilement être embauché dès lors que l'on dispose d'une lettre de recommandation émanant d'une société de courtage.

Barkley Rosser

Je ne vois pas très bien où est le désaccord. Je pense qu'une solution relativement simple consisterait à interdire certains instruments financiers comme les prêts in fine ou les prêts à amortissement négatif. J'ai compris que la bulle de l'immobilier allait éclater lorsque j'ai lu dans le Washington Post, début 2005, qu'une majorité des prêts émis dans l'agglomération étaient des prêts in fine, des hypothèques avec paiement des seuls intérêts. Cela montrait bien que la situation nous échappait. Mais comme le montrent la plupart des précédents historiques, même quand les gens savent que la bulle va éclater, ils continuent sur leur lancée, profitant d'une situation qui leur permet de gagner de l'argent.

Marshall Auerback

A propos des fraudes, il me paraît intéressant de noter que le FBI semble s'intéresser de près à Fannie Mae et Freddie Mac. Comme souvent lorsque le FBI s'en mêle – souvenons-nous du Watergate – cela pourrait avoir des conséquences imprévues. Je me demande donc si cette enquête ne pourrait pas déboucher sur de véritables mesures. J'aimerais avoir votre avis à ce sujet.

J'ai une question qui s'adresse plus particulièrement à Barkley Rosser, et qui concerne le débat autour du « *mark to market* ». J'ai vu comment fonctionnent certains dérivés de crédit. On nous dit que l'obligation pourra être conservée sur les comptes de la banque jusqu'à échéance, et que l'on évitera ainsi la délicate question de l'évaluation en prix de marché. Le problème est que nous avons bien souvent affaire à des dérivés de dérivés. Il n'y a pas de marge de liquidité précise pour ces produits, et je ne sais pas non plus comment les évaluer avant échéance. Voilà selon moi le vrai problème. J'aimerais avoir votre point de vue.

Barkley Rosser

Marshall, vous demandez s'il est difficile de modifier le « *mark to market* » ou si c'est le « *mark to market* » qui est difficile ? Je suis d'accord avec vous, ces dérivés de dérivés sont très difficiles à évaluer. Nous savons même que certaines personnes qui les émettent ignorent comment les évaluer. Ce sont des questions très complexes, auxquelles je n'ai malheureusement pas de réponse à apporter.

Jack Blum

Je voudrais réagir à ce que vous disiez à propos de Fannie Mae et Freddie Mac. J'ai été consulté comme expert dans le cadre de la procédure lancée contre les anciens dirigeants. C'était un cas classique de fraude comptable au sommet. La commission des opérations en bourse n'a pas enquêté sur les dirigeants. Elle s'est contentée de dire que la comptabilité était entièrement fautive, mais n'a pris aucune mesure. Comme je l'ai dit, le FBI a fait comme s'il s'agissait d'une simple affaire de vol. C'est ce qui se passe dans de nombreux cas. Rien n'a été fait pour identifier le vrai problème. Ce qui est vrai, c'est que l'on peut placer des agents à l'intérieur d'Al-Qaida, mais que c'est plus difficile à faire à l'intérieur d'une entreprise.

Bill Black

Vous n'allez pas me croire : Le FBI a eu pendant plusieurs années en Virginie une équipe spécialisée dans la fraude sur les prêts. Je le sais parce que je me suis occupé d'un cas de prêt entièrement falsifié où l'on faisait signer tous les papiers à des immigrés non anglophones. Nous avons fait venir l'agent qui avait enquêté sur cette affaire et lui avons demandé pourquoi les coupables n'avaient pas été poursuivis. Il nous a répondu qu'aucun procureur n'avait voulu se saisir de l'affaire parce que personne n'avait perdu d'argent...

Ce qui est vrai également, c'est que l'agence a revu ses priorités : bon nombre d'agents spécialisés dans le crime en col blanc ont dû se reconvertir dans le contre-terrorisme. Ceux qui restent ressemblent à des lutteurs de sumo occupés à faire de la broderie...

Une nouvelle architecture financière internationale

Lord John Eatwell

Je commencerai par deux idées assez distinctes. La première tient à la nature et à l'évolution de la régulation financière depuis dix ou vingt ans. Cette idée a été très bien résumée par Alan Greenspan, qui pensait que les entreprises gèreraient elles-mêmes leurs risques financiers. Comme beaucoup de gens, Greenspan a cru que les entreprises pourraient réduire les risques pour l'ensemble du système en appliquant les technologies modernes fondées sur les statistiques financières et sur le traitement des données.

Greenspan aurait sans doute gagné à être plus prudent, car la gestion des risques par les entreprises, malgré sa complexité et son efficacité, ne réduit pas le risque systémique. Il existe des risques que l'entreprise ne peut mesurer. L'économie des externalités, avec cet exemple de l'industriel dont l'usine dégage une fumée noire, prend en compte le coût des matériaux et les bénéfices réalisés grâce à la vente des produits, mais pas le coût de la fumée du point de vue de son impact sur l'environnement, la santé et la qualité de vie.

Il en est de même pour la finance : une entreprise peut mesurer son degré d'exposition aux risques, mais ne sait rien en revanche de ceux qui pèsent sur l'ensemble du système. L'exemple le plus parlant est celui de la panique bancaire. La banque A fait faillite parce qu'elle a fait des prêts hasardeux. La banque B est parfaitement solvable, prudente et bien gérée. Mais parce que la banque A a fait faillite, tout le monde commence à douter de la fiabilité du système bancaire. Les gens se ruent vers la banque B pour récupérer leur argent, et la banque B fait faillite à son tour. Les risques créés par la banque A incluent donc des risques pour la banque B, dont il n'a évidemment pas été tenu compte. Ces risques n'ont pas été tarifés. Voilà ce que signifie le risque systémique : c'est un risque qui concerne le système dans son ensemble, et que les entreprises ne peuvent évaluer individuellement, si expertes soient-elles dans la gestion de leurs propres risques. Ce risque-là ne peut être mesuré et géré que par les régulateurs financiers. Le problème est qu'ils ont accepté l'idée que les nouvelles techniques de gestion du risque pouvaient remplir cette fonction.

Voilà ma première idée. L'autre concerne l'évolution des institutions de régulation depuis le début des années 1970, quand les marchés financiers ont entamé leur longue marche vers le libéralisme. Le mouvement a commencé en janvier 1974, à la suite des remous provoqués par la fin du système de change fixe de Bretton Woods. Au cours des trois ou quatre années qui ont suivi, la plupart des pays de l'OCDE ont libéralisé et ouvert leurs marchés financiers.

La première crise financière internationale a eu lieu au tout début du processus, au cours de l'été 1974. Je fais allusion à la crise de la banque Herstatt. Cette banque de RFA négociait des contrats à terme sur les marchés monétaires de New York. Elle a commis des erreurs, a fait faillite et en a informé son régulateur en Allemagne. Le régulateur a dit : « A 16h, vendredi après-midi, quand les bourses auront fermé, vous ferez faillite. Nous vous mettrons en liquidation, puis nous viendrons mettre de l'ordre dans vos comptes ». Ils avaient oublié que lorsqu'il est 16h le vendredi après-midi à Francfort, il n'est que 10h du matin à New York et les bourses sont ouvertes. Cela vous paraît peut-être amusant aujourd'hui, mais à l'époque on pensait en termes de juridiction nationale.

Ce fut le chaos sur les marchés monétaires new-yorkais, et les procédures de règlement des différends furent gelées. Les structures de règlement de tout le système bancaire américain furent menacées par cette crise. La Réserve Fédérale demanda à la Bundesbank ce qu'elle comptait faire, et la Bundesbank répondit : « Rien. Ça se passe à New York, c'est votre problème. Que comptez-vous faire ? » La Réserve Fédérale répondit : « Rien. C'est une banque allemande. C'est votre problème ». Pour la première fois, on s'est rendu compte qu'il fallait une procédure internationale pour gérer les risques du nouveau système libéralisé.

Par conséquent, le G10, organisation internationale tout à fait inconnue, qui regroupait les principaux pays européens, le Canada, les Etats-Unis et le Japon, a créé un nouvel organisme, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, composé de deux sous-comités : l'un était chargé des règlements, l'autre de la structure des marchés internationaux. Ces comités formaient un système relativement informel. Ils ont en tout cas permis d'élaborer des règles et de répondre aux questions qui se posaient alors : comment gérer le risque Herstatt ? Et à qui en confier la responsabilité : à quel pays, quel régulateur ?

Pendant trente ans, ces comités ont élaboré de très nombreuses règles. Ce sont eux, par exemple, qui ont défini les critères de solvabilité des banques, avec les Accords de Bâle I en 1988, puis les Accords de Bâle II, qui viennent d'entrer en vigueur. On leur doit également toute une série de codes et de principes qui définissent le fonctionnement des banques.

Détail intéressant, c'est une organisation consensuelle. Les juristes parlent parfois de « droit mou » : on définit des règles que les juridictions nationales doivent ensuite intégrer dans leur droit. Les comités n'ont aucun pouvoir au sens propre, ils ne font que définir des règles.

Une autre étape importante a été la crise du peso mexicain en décembre 1994. C'est à cette époque que les leaders du G7, qui jusqu'à présent ne s'étaient guère impliqués, ont commencé à se soucier de régulation financière internationale. Après les crises russe et asiatique en 1997-98, le G7 a créé le Forum de Stabilité Financière (FSF), composé des directeurs de banques centrales, des régulateurs et des ministres des finances de pays du G7. On trouve également dans le FSF des représentants du FMI, de la Banque Mondiale et de la Banque des Règlements Internationaux. Le FSF décide de ce qu'il faut faire en matière de régulation financière. En avril 2007, il a ainsi publié des recommandations, qui ont été appliquées par les ministres des finances du G7. Et en octobre 2008, il a publié un texte complémentaire définissant le cadre de la réunion qui a lieu aujourd'hui et demain à Washington.

La réflexion du FSF s'articule autour de trois thèmes : la transparence, l'ouverture (le premier thème concerne les instruments, le second les procédures) et l'efficacité des dispositifs de gestion des risques mis en place par les entreprises – on voit à travers ce troisième thème que pour le FSF, la gestion des risques repose toujours sur la vigilance des entreprises, combinée à une information renforcée et à une plus grande sensibilité au marché. Les externalités et le risque systémique, en revanche, ne sont pas pris en compte.

L'autre organisation qui s'implique de plus en plus est le FMI. Vers 1998-99, le FMI a commencé à se réinventer en tant que régulateur financier. Il a pris les devants par rapport aux comités de Bâle et au FSF, et s'est servi de ses pouvoirs pour examiner le système financier des différents pays, dans le cadre du Programme d'évaluation du secteur financier. Il a inspecté l'ensemble des systèmes de régulation qui existent à travers le monde et a rédigé quantité de rapports. Il n'a rien fait de concret, mais a rassemblé énormément de données, assez utiles d'ailleurs.

Tel est aujourd'hui le paysage institutionnel. Des organisations existent, mais aucune n'a pour mission de gérer le risque systémique. Prenons un exemple de mesure qui permettrait de lutter contre le risque systémique : l'anticipation pro-cyclique, qui impose aux banques de mettre de côté un surplus de capital en période de croissance et qui les autorise lâcher la bride en période de crise. Au niveau national, ça paraît, je ne dirais pas « facile », mais on sait comment procéder sur le plan juridique. Mais comment appliquer cette règle au niveau international ? Supposons qu'une partie du monde connaisse une période de croissance, tandis que l'autre est en crise. Les exigences en matière de capitalisation seront différentes d'une région à l'autre. Autrement dit, dès que l'on se met à réfléchir à la régulation systémique dont nous avons besoin au niveau international, on rencontre des difficultés considérables. On ne s'est jamais attaqué à ce problème, qui est pourtant bien réel.

Nos marchés financiers libéralisés ont besoin de régulation pour gérer le risque systémique, mais les régulateurs sont encore prisonniers de frontières nationales absurdes. Ils se heurtent aux limites juridiques de leurs pays respectifs. En l'absence de régulation internationale efficace, les institutions financières peuvent se déplacer à leur gré vers les zones où la régulation est moins stricte.

J'ai dit que le Forum de Stabilité Financière avait élaboré un cadre intellectuel reposant sur trois piliers – la transparence, l'ouverture, la gestion du risque par les entreprises – sans tenir compte du risque systémique. Ce n'est pas tout à fait exact, car le FSF, à la demande des Européens, a proposé que la régulation, pour les entreprises internationales, soit assurée par des collèges de superviseurs. Prenons l'exemple de HSBC, la plus grande banque au monde, qui s'étend de l'Asie jusqu'aux deux Amériques. C'est à un collège de régulateurs issus des juridictions des pays où le groupe est implanté (Singapour, Hongkong, Londres, New York, etc.), que serait confiée cette mission.

Le problème est qu'il manque un cadre où opérer. Le gouvernement britannique estime que le FSF a des idées mais pas de pouvoir, et que le FMI a du pouvoir mais pas d'idées. Ces deux organismes devraient donc se réunir, parce que le FMI a des droits et des devoirs définis par ses statuts, et parce qu'il jouit d'une légitimité démocratique que n'a pas le G7. Sa structure de gouvernance est peut-être imparfaite, mais tout le monde y participe.

Au cours des années qui viennent, nous allons probablement assister à une réinvention du FMI en tant que régulateur financier. C'est sur lui que nous devons concentrer nos efforts, si nous voulons une structure qui s'attaque véritablement au problème du risque systémique.

Paul Davidson

Je voudrais pour commencer citer les dernières lignes d'un livre que j'ai publié en 2007 sur John Maynard Keynes : « Quand la Grande Dépression frappera l'économie mondiale (ce n'est qu'une question de temps), alors peut-être les économistes redécouvriront-ils le système analytique de Keynes qui a contribué à l'âge d'or de l'après-guerre. Pour Keynes, cependant, ce ne sera qu'une victoire à la Pyrrhus ». Je ne pensais pas que la crise allait frapper aussi vite.

Très souvent, quand on leur demande sur quoi porte la théorie de Keynes, beaucoup de gens répondent : « sur les salaires nominaux ». Si vous leur faites remarquer que Keynes n'a jamais présenté sa théorie de cette façon, ils se rattrapent généralement en invoquant le piège à liquidité. Keynes affirme pourtant dans sa Théorie générale qu'il n'existe rien de ce genre. Il existe une autre idée reçue à propos de Keynes : celle selon laquelle l'international serait absent de son œuvre. Ce qui est totalement faux : la Théorie générale contient en fait quinze passages dans lesquels Keynes explique comment la théorie évoluera dans un contexte d'économie ouverte. Et bien sûr, nous avons tout son travail sur Bretton Woods... Keynes a également écrit un essai intitulé « De l'autosuffisance », où il affirme que la loi de l'avantage comparatif ne permet pas de comprendre les modèles d'échange actuels. Il n'y a avantage comparatif que si vous disposez de ressources naturelles, ou de richesse liée au climat - évidemment, on ne va pas en Islande pour bronzer... Mais pour le reste, tant que le capital circule librement à travers les frontières, c'est l'avantage absolu, et non l'avantage comparatif, qui détermine le modèle d'échange.

Supposez que la Chine ait construit en Californie une usine sans règles de sécurité, qui embauche des enfants, qui pollue l'atmosphère, où l'on travaille de 45 à 60 heures par semaine pour des salaires dérisoires. Le droit américain empêchera toute transaction avec cette usine (tout en autorisant, et l'on peut s'interroger à ce sujet, les transactions avec l'usine en tous points semblables qui sera installée en Chine). Pourquoi avons-nous créé une législation contre le travail des enfants ? Pas parce que les enfants ne veulent pas travailler, ou parce que leurs parents ne veulent pas qu'ils travaillent, mais parce que nous trouvons barbare de faire travailler des enfants de moins de quatorze ans. Bref, nous considérons qu'il y a des limites à l'autorégulation.

Keynes a passé dix ans à essayer de comprendre ce qui ne fonctionnait pas dans la théorie classique. Il savait, grâce au Traité de Versailles, que quelque chose ne fonctionnait pas, mais il ne savait pas quoi. Il a donc redéfini les mots que l'on utilise en économie. Rappelez-vous : dans la théorie classique, l'épargne, c'est la préférence donnée au temps. On achètera un bien demain plutôt qu'aujourd'hui, et le fabricant, le sachant, investira de façon à disposer des équipements nécessaires pour pouvoir répondre en temps voulu à la demande. A cette conception, Keynes en oppose une autre : à ses yeux, l'épargne est une autre façon de consommer, marquée par la préférence donnée aux actifs liquides.

Keynes a aussi écrit tout un chapitre sur les « Propriétés essentielles de l'intérêt et de la monnaie », dans lequel il explique que tout actif liquide a deux propriétés essentielles : a) tout ce qui est liquide ne peut être produit dans le secteur privé par le recours à la main d'œuvre ; b) même si le prix de l'actif liquide augmente, aucun produit industriel ne pourra lui servir de substitut. D'où le phénomène du chômage.

Cela vaut également, sur le plan international, pour les marchés financiers : selon Keynes, une des caractéristiques de ces marchés serait leur préférence pour la liquidité. Il les considérait pour cette raison gouvernés par des « esprits animaux », et non par l'idée « d'efficacité », mot que l'on trouve souvent sous sa plume – un curieux mot pour tout dire : qu'est-ce qu'un marché efficace ?

La lecture de Keynes est également instructive pour tous ceux qui comme moi, tiennent pour absurde la notion de gestion des risques. A propos de la méthode de Tinbergen¹, Keynes dit constamment que les données économiques ne sont pas homogènes dans le temps, ce qui signifie que le comportement économique est non-ergodique². On ne peut pas prévoir l'avenir, et c'est précisément pourquoi la liquidité est importante.

Une théorie monétaire sérieuse devrait obligatoirement avoir pour objet les contrats, et plus précisément la forme monétaire des contrats. Songez à l'enjeu que cela représente dans une économie mondiale : quand les gens de deux pays différents signent un contrat, quelle monnaie utilisent-ils ? Très souvent, on a recours à une troisième monnaie, en général le dollar, surtout pour les contrats de marchandises. Quand il s'agit de biens manufacturés, c'est dans la plupart des cas la monnaie du fabricant qui sert de monnaie d'échange. Cela crée toutes sortes de problèmes, dont Keynes était très conscient, et il a d'ailleurs fait des propositions à ce sujet à Bretton Woods.

Je dois avouer que je me sens aujourd'hui comme une horloge fatiguée qui ne donnerait l'heure que deux fois par jour. Depuis 1983, je dis régulièrement que le système international est instable, et que nous devrions le transformer en tenant compte des orientations données par Keynes. Et de temps en temps, les faits me donnent raison, comme lors de la crise mexicaine, lors de la crise bancaire de 1998-99, ou comme en ce moment.

Comment Keynes voyait-il le monde de l'après-guerre, sur le plan monétaire ? Il souhaitait tout d'abord un système qui puisse fonctionner sans l'hégémonie d'une monnaie. Il ne voulait pas de la prééminence du dollar. Il imaginait une banque centrale supranationale, avec une monnaie internationale utilisée par les seules banques centrales. Pour ma part, je ne crois pas qu'une banque centrale soit nécessaire, nous avons seulement besoin d'une union de clearing.

Il voulait par ailleurs des échanges internationaux qui contribuent au développement national au lieu de le retarder. Cette idée est plus que jamais d'actualité. Lorsqu'un pays commence à se développer et dépasse ses partenaires commerciaux, il se trouve confronté à un problème de balance des paiements, et doit pour y remédier se serrer la ceinture et tout faire pour maîtriser sa monnaie.

Keynes souhaitait également que les flux de capitaux puissent être contenus. C'est la stratégie des Chinois, et elle semble efficace.

Enfin, en cas de problème de balance des paiements, Keynes préconisait le recours à une monnaie internationale, et un effort accru de la part de la nation créditrice plutôt que de la nation débitrice. Dans ce genre de situation, le problème de toute monnaie convertible, que les taux de change soient variables ou qu'ils soient fixes, est qu'elle impose à la nation débitrice de se serrer la ceinture ; ce qui est absurde, car les ressources se trouvent du côté de la nation créancière. Keynes avait imaginé une meilleure solution : selon lui, toute nation créancière devait dépenser ses réserves excédentaires. Elle pouvait les employer à acheter des produits à d'autres pays, à réaliser des investissements directs à l'étranger, mais elle devait se débarrasser de ce surplus. Si aujourd'hui la Chine ne veut pas acheter nos produits, elle peut

très bien investir dans notre industrie ferroviaire, et nous aider ainsi à résoudre nos problèmes de transport. Nous pourrions par exemple vendre à la Chine des obligations municipales pour fabriquer des tramways.

Permettez-moi de vous rafraîchir la mémoire. A Bretton Woods, Keynes dit que les nations européennes auraient besoin d'environ 10 milliards de dollars pour leur reconstruction. Harry Dexter White répondit que le Congrès ne donnerait jamais plus de 3 milliards, et le plan de Keynes fut refusé. Le FMI et la Banque Mondiale étaient censés recycler les fonds privés pour les 3 milliards en question. Mais l'année 1947 fut très mauvaise pour l'agriculture. L'Europe occidentale était au bord du gouffre, risquait de basculer dans le communisme, et on put finalement convaincre le général Marshall de lancer le Plan qui porte son nom. En quatre ans, nous avons donné aux Européens non pas 10 mais 15 milliards. Ce fut bon pour eux, et bon pour les Etats-Unis.

Pourquoi l'opération fut-elle bénéfique pour les Etats-Unis ? Pour la première fois dans l'Histoire, notre taux de chômage resta faible après une grande guerre. Neuf millions d'hommes et de femmes avaient quitté l'armée. Où allaient-ils trouver du travail ? Certains reprirent des études, mais ce n'était pas la majorité. Grâce au Plan Marshall, les industries exportatrices ont connu une croissance spectaculaire, qui a créé des emplois. Nous y avons gagné, et l'Europe y a gagné.

Telle est l'essence du système keynésien : c'est le marché financier et le marché des liquidités qui font tourner une économie monétaire entrepreneuriale. C'est une arme à double-tranchant. Quand tout va bien, elle engendre une croissance économique que ne saurait égaler une économie de troc. Quand les choses vont mal, comme en ce moment, il est impossible d'échapper à la crise. Keynes a dit un jour que dans une économie où la richesse réelle est constante, et où les gens échangent des morceaux de papier, tout le monde se sent plus riche si le prix du papier augmente chaque jour. Mais si chaque jour le prix du papier baisse, c'est l'inverse qui se produit. L'économie réelle n'a pas du tout changé, mais les gens se sentent pauvres.

Que devons-nous retenir de tout cela ? Il nous faut reconnaître a) que les marchés des capitaux ne sont pas efficaces, et que l'on ne doit donc pas attendre d'eux plus qu'ils ne peuvent apporter ; b) que la liquidité est au cœur du problème et que nous devons encourager les gens à dépenser. Ce qui me stupéfie, c'est de voir que tout le monde s'en prend aujourd'hui au malheureux consommateur américain parce qu'il dépense plus qu'il ne gagne. On a l'air d'oublier que, depuis 1992, l'économie mondiale tourne grâce à lui, qui dépense sans compter. Comme l'a souligné Allen Sinai, les dépenses des ménages américains, qui sont passées de 67 à 71% du PNB des Etats-Unis, ont largement contribué à la croissance du pays, et plus généralement à celle du reste du monde. La croissance de la Chine, pour ne citer qu'elle, doit beaucoup au consommateur américain.

Ce sont ces deux principes qui doivent nous guider dans l'élaboration d'un nouveau système international. Quelqu'un m'a demandé récemment si un tel système permettrait de résoudre le problème de la faillite de l'Islande. Spontanément, je serais tenté de répondre que lorsqu'une faillite a déjà eu lieu, il est toujours trop tard, et c'est d'ailleurs la raison pour laquelle nous avons un droit des faillites. Je n'ai donc pas de remède miracle à proposer pour résoudre le problème islandais. Je peux en revanche vous assurer qu'un système s'articulant autour des principes que j'ai évoqués aurait moins une vertu : il inciterait les pays à chercher le plein emploi.

Pourquoi vouloir contrôler les flux de capitaux, m'a-t-on également demandé. Pour une raison très simple : cela éviterait à nos partenaires d'être à nouveau inondés par les « actifs toxiques » que nous avons créés.

John Eatwell a insisté sur la nécessité de réformer le FMI. Cela résoudra peut-être nos problèmes, mais j'en doute fort. Ce qu'il nous faut, c'est une nouvelle institution. Peu importe son nom. Pour ma part, je lui donnerais volontiers le nom d'Union internationale de clearing.

Ping Chen

J'aimerais aborder trois dimensions de la crise économique actuelle : la théorie économique, la politique économique et l'ordre mondial en pleine transformation¹. Commençons par la théorie. Si nous voulons adopter une nouvelle politique économique, nous aurons besoin d'une nouvelle théorie, car les théories dont nous disposons ont inspiré de mauvaises politiques, et ne fournissent pas d'outils adéquats pour affronter la crise. Selon moi, il existe quatre théories importantes qui pourraient nous égarer dans notre analyse.

La première est la théorie exogène des cycles d'affaires, celle de Frisch en particulier. Selon cette théorie, l'économie de marché serait fondamentalement auto-stabilisatrice ; les problèmes seraient le résultat de chocs extérieurs. Il y a au moins un point positif dans la crise actuelle : les gens semblent enfin comprendre que les causes du désordre se trouvent au cœur même de l'économie américaine. Depuis la découverte du chaos économique en 1985, nous savons que les cycles d'affaires sont poussés par des forces endogènes. L'économie de marché est intrinsèquement instable. C'est la raison pour laquelle nous avons besoin d'une régulation adéquate et d'une gestion saine.

La deuxième théorie dont nous devons nous méfier est la théorie de la monnaie exogène de Friedman, qui simplifie à l'excès la réaction à avoir en cas de crise financière. Friedman suppose que les mouvements monétaires sont exogènes, et que par conséquent les banques centrales peuvent faire tout ce qu'elles veulent. Friedman affirme aussi que seule une politique monétaire expansionniste aurait pu empêcher la Grande Dépression, même si aucune preuve empirique solide ne vient confirmer cette théorie. Il serait très dangereux pour Paulson, Bernanke et les directeurs de banque centrale de la planète de suivre la théorie de Friedman pour affronter la crise actuelle. Au contraire : il existe des preuves solides du contraire. En 1998, la Chine a dû faire face à une grave déflation au lendemain de la crise financière asiatique. Si elle a réussi à conserver une croissance soutenue, c'est en grande partie grâce à sa politique fiscale et à d'importantes dépenses d'infrastructure.

La troisième théorie est la théorie des micro-fondements de Lucas. Comme vous le savez, un débat essentiel oppose l'école des micro-fondements à celle des macro-fondements pour analyser le comportement des entreprises. Certains rendent à présent Wall Street responsable de la crise financière. Mais pourquoi les investisseurs américains comme Goldman Sachs se comportent-ils beaucoup mieux en Chine qu'aux Etats-Unis ? Ils ne prennent pas leurs décisions dans le vide, mais dans un certain macro-environnement. C'est la dérégulation et la politique macro-économique des Etats-Unis qui ont encouragé la spéculation et la fraude.

Lucas négligeait le « principe des grands nombres » selon lequel la force motrice des cycles d'affaires vient avant tout de l'intermédiation financière et de l'organisation

industrielle, et non des ménages et des entreprises. Nous avons un grand nombre de foyers et leurs fluctuations se neutralisent les unes les autres. Mais nous avons beaucoup moins d'entreprises géantes, et leurs décisions entraînent des macro-fluctuations bien plus fortes que celles des ménages ou des petites entreprises. Face aux entreprises financières géantes en faillite, vous devez faire un choix difficile : les fragmenter en entités plus petites et encourager la concurrence, ou bien les fusionner en entités plus grandes encore et créer une concentration accrue. Le gouvernement des Etats-Unis encourage les grandes firmes comme Citigroup et Bank of America à racheter des institutions financières faibles. La Chine a commis la même erreur dans les années 1980, mais a changé de politique dans les années 1990. Peut-être découvrirez-vous bientôt que plus l'entreprise est grande, plus elle est difficile à réformer. La compétitivité nouvelle de la Chine repose sur la concurrence bien plus que sur la concentration.

La quatrième théorie est le modèle Black-Scholes d'évaluation d'option. Certains accusent les analystes financiers de l'effondrement du marché des dérivés, mais rares sont ceux qui comprennent que le problème réside dans la théorie de l'équilibre de l'évaluation des options. Nous avons découvert en 2005 que le modèle du mouvement brownien, modèle de base de toute négociation sur les marchés de dérivés, est par nature explosif. L'écroulement des marchés de dérivés n'est pas simplement provoqué par la cupidité ; il résulte aussi de mauvais modèles boursiers. Quand on ne sait pas comment évaluer le prix des dérivés selon des données empiriques, il faut compter sur le prétendu modèle du marché efficace. Cependant, ces modèles d'équilibre négligent entièrement l'instabilité du marché engendrée par le comportement collectif. Et la théorie de Coase du coût de transaction rend encore plus suspecte la régulation du marché.

Combinées, ces quatre théories bien connues ont créé l'illusion d'un marché auto-stabilisateur, qui a mal préparé nos dirigeants à la situation actuelle. Pourtant, depuis les années 1980, nous disposons de preuves empiriques et analytiques, et pas seulement d'arguments philosophiques, pour montrer qu'elles sont erronées. Je voudrais en particulier mentionner le « principe des grands nombres » utilisé par Schrödinger, fondateur de la mécanique quantique. Ce principe est appliqué au rapport micro-macro dans les structures biologiques, mais est ignoré des économistes comme Lucas. Admettons que nous ayons mille banques et que nous les fusionnions pour créer dix grandes banques. Vous pensez qu'une banque plus grande est plus efficace et plus stable ? Au contraire : sa fluctuation est multipliée par dix. C'est exactement ce qui se passe aux Etats-Unis depuis vingt ans, depuis qu'à la faveur de la dérégulation financière, on a vu se multiplier les vagues de fusions-acquisitions.

Je voudrais ajouter que la théorie de Charles Kindleberger sur la Grande Dépression est à mes yeux beaucoup plus pertinente que celle de Milton Friedman pour comprendre la situation actuelle. Friedman pensait que la Grande Dépression avait été déclenchée par cet unique événement : la mort de Benjamin Strong, gouverneur de la Réserve fédérale de New York, qui avait selon lui créé un vide dont la politique monétaire avait fait les frais. Pour Charles Kindleberger, la crise s'expliquerait par le basculement d'un monde fondé sur le leadership britannique. La rivalité des trois grandes puissances d'après 1918 – le Royaume Uni, les Etats-Unis et la France – a abouti à un écroulement général. Nous sommes aujourd'hui dans une situation semblable, puisque les Etats-Unis ont perdu leur leadership planétaire. L'ordre mondial a changé depuis les années 1980 : à moins que les Etats-Unis, l'Europe et la Chine ne coordonnent leurs efforts, le monde risque de s'enfoncer dans une nouvelle dépression.

Avant d'aborder les questions politiques, nous devons envisager le problème d'un point de vue mondial. Il y a trois questions à poser :

Premièrement, quelle vision avons-nous de l'économie américaine ? Faut-il la traiter comme un système fermé ou ouvert ? Les gens pensaient que seuls les petits pays devaient se

poser cette question. Mais nous ne pouvons plus ignorer l'interaction entre l'économie américaine et l'économie mondiale.

Deuxièmement, quel est l'arrière-plan international de la crise actuelle ? Bernanke a déclaré un jour que le problème n'était pas la consommation excessive des Etats-Unis mais l'épargne excessive de la Chine. J'ai un point de vue différent. Les Etats-Unis sont beaucoup plus puissants que la Chine et les autres économies asiatiques combinées. Leur puissance financière demeure incontestée. Mais ils payent aujourd'hui le prix de la politique économique contradictoire du président Reagan : expansion militaire d'un côté ; réductions d'impôts et dérégulation du secteur financier de l'autre. Le déficit budgétaire, financé par la dette publique, a fait monter les taux d'intérêt et le cours du dollar, et a anéanti la compétitivité de l'industrie américaine. Comme nous le savons, la réponse pour y remédier, fut la sous-traitance, au Japon et en Asie du sud-est. Les Etats-Unis ont également poussé le Japon à réévaluer le yen, mais cela n'a pas résolu le problème du déficit commercial. En fait, l'industrie s'est déplacée du Japon et des « tigres asiatiques » vers la Chine. Et depuis, les Etats-Unis font pression sur le gouvernement chinois pour qu'il réévalue sa monnaie, sans grand succès.

Le problème fondamental des Etats-Unis est que le secteur financier a remplacé le secteur industriel dans le rôle de moteur de l'économie. Ce ne sont pas des jeux monétaires ou des jeux sur la monnaie qui permettront d'y remédier. Depuis les années 1970, quelles que soient les fluctuations des taux d'intérêt, les Etats-Unis ont un déficit commercial persistant, au contraire de l'Allemagne et du Japon, qui accumulent les excédents commerciaux. Ce ne sont pas les taux d'intérêt qui sont en cause, mais la politique étrangère américaine. Les Etats-Unis sont à la pointe de la technologie, ils disposent de ressources abondantes, mais ils les gaspillent par des dépenses militaires et une spéculation financière insensée. Le pays a besoin d'un changement fondamental de sa structure économique et d'une réorientation de sa politique étrangère.

Quant à la Chine, elle a bien sûr souffert de la politique étrangère américaine, mais elle en a aussi profité. Je m'explique.

Pendant la crise asiatique, la Chine n'a pas suivi la recommandation américaine de dévaluer sa monnaie. Avant et pendant cette crise, les principaux économistes américains n'avaient qu'un conseil pour l'Amérique latine, pour Hongkong et pour la Chine : dollarisation, dollarisation, et dollarisation ! Rappelez-vous que la plupart des réformateurs chinois ont fait de gros efforts pour apprendre l'économie de marché d'après les manuels américains. Ils considéraient tous les Bons du Trésor américains comme un investissement sans danger. Le gouvernement chinois a donc décidé de prendre pour cible le taux de change du dollar et d'acheter des Bons du Trésor américains. Ils pensaient que c'était le meilleur moyen de préserver la valeur de l'épargne chinoise, et qu'il valait mieux cela que d'investir dans les entreprises chinoises. Mais les Bons du Trésor américains se sont avérés être un piège. Et dans cette situation, la Chine avait bien moins de marge de manœuvre que le Japon et les pays européens, à cause de la politique asymétrique adoptée par les Etats-Unis. Quand le dollar monte, les Japonais et les Européens peuvent acheter des actifs américains, mais les Chinois se heurtent à la politique sécuritaire américaine. En même temps, les banques et les firmes américaines sont invitées à être des partenaires stratégiques pour les entreprises d'Etat chinoises. Croyez-vous que la Chine soit aveugle, pour agir de la sorte ?

Je pense néanmoins que cette politique commerciale asymétrique a finalement fait plus de bien à la Chine qu'aux Etats-Unis. Elle n'a pas résolu le problème du déficit américain, mais elle a accéléré l'intégration économique de l'Asie du sud-est. Comment cela s'est-il passé ? Si le commerce mondial était libre et fondé sur des règles de symétrie, la Chine achèterait bien plus de technologie américaine qu'elle ne le fait en réalité. Mais puisque les Etats-Unis n'autorisent pas les exportations de produits de haute technologie vers la Chine,

la Chine ne peut importer que de la technologie de seconde main. Cependant, les Etats-Unis exportent leur haute technologie vers le Japon et d'autres pays d'Asie du Sud-Est, et cette différence dans leur politique commerciale crée une formidable occasion d'arbitrage pour ces pays. Ce n'est pas un hasard si, depuis les années 1970, la Chine a un déficit commercial persistant avec ses voisins. En fait, ce déficit est tout à fait comparable à l'excédent commercial de la Chine avec les Etats-Unis. Qu'est-ce que cela signifie ? Que les Etats-Unis offrent aux voisins de la Chine une énorme opportunité commerciale.

Mais quels sont les véritables résultats de cette politique ? Après la crise financière asiatique, tous ces pays ont compris que la Chine était un partenaire fiable, puisqu'elle n'a pas dévalué sa monnaie. Ils ont aussi compris que leur économie avait tout à gagner à la rapide croissance chinoise. Du point de vue géopolitique, ces pays, jadis adversaires de la Chine, sont devenus ses amis, et leur économie est devenue de plus en plus intégrée à l'économie chinoise.

L'Asie du Sud-Est est aujourd'hui la troisième zone économique mondiale, avec un taux de change stable avec le dollar, ce qui contribue aussi à stabiliser le dollar. Si les décideurs américains y voient la base d'une coopération économique renforcée, je dirais que notre avenir s'annonce radieux. Mais s'ils y voient un défi, nos ennuis ne font que commencer.

Tel est l'héritage géopolitique de la révolution reaganienne. Si les Etats-Unis ont pu maintenir leur puissance financière malgré un déficit croissant, c'est parce que la politique chinoise des taux de change a pris le dollar comme point d'ancrage. Contrairement à ses partenaires asiatiques, la Chine n'a obtenu aucun crédit des décideurs américains, elle n'a obtenu que des insultes. Les leaders américains devraient essayer de s'attirer leur confiance plutôt que de chercher à leur arracher des avantages financiers.

J'en viens à ma troisième question, qui concerne le fort taux d'épargne de la Chine. Pourquoi les pays pauvres devraient-ils subventionner les pays riches ? A mon avis, le fort taux d'épargne de la Chine résulte en partie de la puissance monopolistique des entreprises internationales qui dominent le marché intérieur. Plus de la moitié des exportations chinoises émanent d'usines appartenant à des firmes étrangères, et la plupart des voies d'exportation sont contrôlées par des firmes comme Wal-Mart. Les entreprises et le gouvernement chinois n'ont aucun pouvoir de fixation des prix sur les marchés internationaux. Pour chaque produit chinois vendu aux Etats-Unis, les entreprises chinoises obtiennent entre 2 et 5% de sa valeur marchande. Le marché intérieur chinois est plus ouvert et plus compétitif que celui des Etats-Unis, du Japon et de n'importe quel autre pays d'Asie et d'Europe. Si nous prenons le cas du secteur automobile chinois, on s'aperçoit que le marché n'est pas dominé par les « big three » comme aux Etats-Unis : il existe plus de cent constructeurs en concurrence les uns avec les autres. Leur marge de profit est très faible comparée à celle des entreprises géantes étrangères ; pour survivre, ils doivent améliorer leur technologie par l'investissement autofinancé, d'où un très fort taux d'épargne dans les firmes chinoises.

Depuis que la Chine a lancé ses réformes il y a une trentaine d'années, son taux de croissance annuel pour la consommation et le revenu résidentiel se situe entre 6 et 7%. L'énigme de l'épargne chinoise s'explique par l'attitude des ménages. Si nous examinons la composition des dépôts bancaires, les dépôts résidentiels représentent près de 50% et plus de 30% vient des entreprises. Les taux d'intérêt sur le marché intérieur sont aussi plus élevés que ceux proposés pour les Bons du Trésor américain. De toute évidence, la forte concurrence sur le marché se traduit par une frénésie d'investissement de la part des entreprises. Les investissements privés sont bien plus importants que les investissements publics.

J'imagine que si le gouvernement des Etats-Unis adopte de nouvelles lois anti-trust et frappe les entreprises en situation de monopole, comme il l'a fait avec AT&T, les entreprises américaines deviendront plus compétitives et les foyers américains se comporteront davantage

comme les foyers chinois, investissant davantage dans l'éducation et la technologie que dans de grandes maisons et de grosses voitures. Au bout du compte, on aboutira à une situation plus équilibrée sur le marché mondial.

Quand Bernanke montre du doigt le fort taux d'épargne de la Chine, et non le faible taux d'épargne des Etats-Unis, comme source possible d'instabilité financière, il faut répliquer en posant une question plus fondamentale. La force motrice de la croissance peut être la consommation, la technologie nouvelle, ou encore l'industrie nouvelle. La politique américaine consiste à encourager la consommation, l'achat de nouvelles maisons ou de nouvelles voitures. Mais peut-on recommander les mêmes mesures dans les pays en voie de développement ? Il faut envisager la question du point de vue de la concurrence internationale. Admettons qu'un pays choisisse de consommer, et qu'un autre emploie ses ressources à financer des projets innovants. Lequel de ces deux pays finira selon vous par remporter la compétition internationale ? La question est simple, non ? Pas besoin d'une théorie compliquée, le bon sens suffit pour répondre.

Je voudrais pour finir aborder quelques questions politiques. Cela fait maintenant vingt-huit ans que je vis aux Etats-Unis. Ce pays m'a beaucoup appris. Mais l'heure est venue pour les Américains de se demander s'ils n'ont pas aussi quelque chose à apprendre des autres nations. Je voudrais faire quelques suggestions en m'appuyant sur l'expérience de la Chine en matière de réforme économique.

La compréhension mutuelle est essentielle pour créer la confiance dans les affaires internationales. Je ne crois pas que la Chine ait l'intention de remplacer les Américains ou les Européens dans le rôle de leader. La philosophie chinoise enseigne que l'on est en tête lorsque l'on est modeste, et qu'on est à la traîne lorsque l'on est arrogant. La Chine a connu des réussites spectaculaires sous la dynastie Tang, aux VII^e et VIII^e siècles, et sous la dynastie Ming, aux XV^e et XVI^e siècles. De ce fait, les Chinois savent très bien que l'ascension et le déclin des grandes nations sont des événements historiques qui échappent à la volonté humaine.

Nous savons tous que les problèmes économiques de la Chine sont plus graves que ceux des Etats-Unis. Alors quelles leçons tirer de ses réformes ?

A mon sens, la priorité doit être de retrouver la croissance. Il faut identifier les opportunités qui existent, et convaincre les gens de faire des sacrifices en vue d'un avenir meilleur. Les réformes et la redistribution viendront plus tard. Investir dans les infrastructures, dans les technologies vertes, et attirer l'investissement étranger, tout cela vaut mieux que des licenciements et des dépôts de bilan.

Deuxièmement, les Etats-Unis doivent passer d'une croissance fondée sur la consommation à une croissance fondée sur les exportations. Exporter l'inflation ou des Bons du Trésor est une stratégie déstabilisante, pour les Etats-Unis comme pour l'économie mondiale. Mais vous pouvez exporter, par exemple, la voiture électrique de General Motors. En fait, certains de vos produits se vendent mal aux Etats-Unis mais très bien en Chine et en Asie, où la densité de population est bien plus forte et où les distances sont bien plus courtes. L'une des forces de l'Amérique est son système éducatif. Beaucoup de familles chinoises, y compris dans les zones rurales, aimeraient envoyer leurs enfants étudier dans les universités américaines. Pourquoi ne pas développer des partenariats avec les provinces ou les villes chinoises ? Elles pourraient investir de l'argent dans votre système éducatif, et vous aideriez la Chine à améliorer ses structures d'enseignement.

Troisièmement, un bon moyen de favoriser la confiance mutuelle serait de développer les investissements croisés. Pourquoi les Américains auraient-ils besoin d'investissements chinois, me demanderez-vous. Au cours des années 1980 et 1990, la Chine avait besoin de l'investissement étranger, mais aujourd'hui, la situation est différente, en raison de notre forte épargne nationale. Pourtant, la Chine permet encore d'importants investissements étrangers

dès lors qu'ils permettent d'introduire de nouvelles technologies, de nouvelles méthodes de gestion ou de marketing. A la différence des spéculateurs, les investisseurs à long terme sont toujours les bienvenus. Certes, la technologie américaine est de meilleure qualité que la technologie chinoise. Pourtant, beaucoup de licences contrôlées par les grandes firmes sont rarement utilisées. Si les firmes chinoises sont si désireuses de s'implanter aux Etats-Unis, c'est moins pour les bénéfices escomptés que pour améliorer leur image. Elles considèrent l'Amérique comme une vitrine. Opérer sur le marché américain permet de passer de l'échelon local à l'échelon international. D'un autre côté, si les entreprises américaines s'ouvrent à l'investissement chinois, elles pourront trouver de nouveaux débouchés pour les technologies existantes. Pour construire un partenariat à long terme et abandonner la mentalité de guerre froide, il est indispensable que les gouvernements s'engagent et fournissent la garantie politique qui favorisera les investissements.

Quatrièmement, la politique de concurrence est plus importante que la consolidation financière. A presque chaque crise américaine, on constate qu'il y a eu une vague de fusions-acquisitions menant à la concentration. C'est une des causes de la crise financière actuelle. Par exemple, AIG est la plus grande compagnie d'assurance. Dès qu'elle se trouve en difficulté, cela provoque une réaction en chaîne qui a des conséquences macroéconomiques. Je suggère donc de fragmenter les firmes monopolistiques en plus petites firmes concurrentes, afin de pouvoir diversifier le risque et encourager l'innovation. Si vous laissez Citigroup racheter Merrill Lynch et Bank of America s'emparer d'une autre grande banque, les ennuis continueront. C'est une leçon que j'ai tirée des économies de transition : la Russie a privatisé ses monopoles d'Etat sans les fragmenter en entreprises concurrentes, alors que la Chine a fragmenté ses monopoles sans les privatiser. Vous voyez aujourd'hui le résultat.

Cinquièmement, les taux de change flexibles sont générateurs d'instabilité pour l'ensemble des économies. Il est nécessaire, pour garantir une meilleure division internationale du travail et des politiques fiscales plus efficaces, de revenir à des taux fixes ou relativement stables. Les politiques monétaires non coordonnées qu'ont menées les Etats-Unis, l'Union Européenne et les pays asiatiques peuvent entraîner des dévaluations compétitives qui déstabiliseront les pays ne disposant pas de devises étrangères en quantités suffisantes. Il y a donc deux priorités pour les grands pays : créer un système commun de taux de change stables, et mieux coordonner leurs politiques macroéconomiques et leurs politiques commerciales. En d'autres termes, il nous faut un nouveau système de Bretton Woods qui ne soit pas fondé sur la suprématie d'une seule monnaie, le dollar. Cela ne sera possible que si les trois grandes puissances financières – Etats-Unis, Europe et Chine – créent un partenariat à long terme fondé sur la confiance. Nous risquons autrement de voir émerger trois marchés régionaux qui n'auront d'autre alternative que de se partager le monde.

Luiz Carlos Bresser-Pereira

Je pense que la crise actuelle nous a beaucoup appris. Elle nous a appris que les systèmes financiers ont besoin de régulation ; qu'une bonne régulation ne pourra pas être exclusivement nationale ; qu'il ne s'agit pas d'une simple crise financière ; et qu'il ne suffira pas de résoudre la crise financière pour résoudre la crise économique – des mesures rapides doivent être prises afin de soutenir la demande.

Il me paraît cependant utile de rappeler qu'il existe d'autres formes de crises financières que celle à laquelle nous sommes confrontés. Nous vivons une crise bancaire ; d'autres pays connaissent une crise de balance des paiements. Ces crises-là, les pays riches y sont peu exposés, même si la Grande-Bretagne en a souffert au début des années 1980. Pour tous les pays en voie de développement ou à revenus moyens, c'est en revanche un vrai sujet de préoccupation. Etant donné le rôle et le poids croissants de ces pays, les crises de balance des paiements auront à l'avenir un impact de plus en plus important sur l'économie mondiale. Il faut donc tout faire pour les éviter.

La même inquiétude avait été formulée à Bretton Woods. Je suis favorable à une monnaie internationale, mais je ne crois pas que cela résoudra le problème. Je suis également favorable à un renforcement du rôle des pays en voie de développement au sein de la nouvelle architecture financière, mais là encore, je ne crois pas que cela suffise à changer la donne. Nous devons plutôt considérer la crise de balance des paiements comme un problème à part entière.

Alors, que faire ? Nous devons tout d'abord nous rappeler que c'est l'épargne nationale, et non l'épargne étrangère qui doit servir à stimuler la croissance, car un pays qui fait appel à l'épargne étrangère ne fait que creuser sa dette. L'endettement devrait de toute façon être limité au maximum, car il y a toujours un risque, si le déficit courant devient trop important, que les créanciers cessent de financer la dette. Cela mène droit à la crise. Il n'y a alors plus qu'une solution : dévaluer la monnaie.

Ce qui est intéressant, c'est que les économistes néoclassiques, si hostiles qu'ils soient au déficit budgétaire, n'ont rien contre le déficit courant. Ils y voient une merveilleuse utilisation de l'épargne des pays riches, qui peuvent ainsi investir dans les pays en voie de développement. Et ils ne sont pas les seuls à commettre cette erreur ; bon nombre d'économistes trouvent normal que les pays riches transfèrent leurs capitaux vers les pays pauvres. Cela n'a pourtant rien d'évident. J'ai expliqué à plusieurs reprises dans mes articles pourquoi ces déficits courants sont une mauvaise chose pour l'économie.

Dans ce type de crise, il y a finalement trois étapes. Dans l'étape finale, on a un pays qui n'est plus en mesure de rembourser sa dette. Dans l'étape intermédiaire, le même pays, très fragilisé financièrement, est très dépendant de ses créanciers et du FMI. Et dans la première étape, qui marque le début du cycle, on constate que l'épargne étrangère s'est en grande partie substituée à l'épargne nationale.

Comment éviter cet enchaînement ? Une bonne façon de procéder serait d'adopter la méthode employée par les Européens pour lutter contre le déficit budgétaire : un déficit maximum fixé à 3% pour l'ensemble de ses membres. On peut se demander si cette limite est trop haute ou trop basse, mais cela me paraît être un niveau raisonnable. Le déficit courant pourrait être encadré de la même façon. Le taux à appliquer devrait bien entendu être débattu, mais l'essentiel est d'avoir une règle.

A l'avenir, les économies développées – les Etats-Unis, mais aussi l'Europe et le Japon – devront également se soucier de leurs déficits courants. Et là encore, l'idée qu'ils y parviendront grâce au marché me paraît tout à fait absurde. Pour ce problème comme pour d'autres, c'est de régulation dont nous avons besoin

Question du public :

Paul Davidson a proposé de créer une Union internationale de clearing et John Eatwell a suggéré que l'on réinvente le FMI. Ne pensez-vous pas que l'on pourrait aussi interdire certains types de transaction financière, même si cela a un coût à court terme ?

Paul Davidson :

Un mot tout d'abord à propos des déséquilibres des comptes courants. Les Etats-Unis ont douze banques centrales. Un billet peut être émis par la Banque centrale de Richmond, par la Banque centrale de Philadelphie, etc. Il existe entre elles des déséquilibres de comptes courants, mais nous ne leur imposons pas pour autant des taux de change différents. Roosevelt, en instaurant l'impôt progressif, a trouvé une bien meilleure solution : les Etats excédentaires, dont le revenu augmente plus vite, payent plus d'impôts, ce qui a permis à une époque de créer des emplois dans des régions comme la vallée du Tennessee.

Rappelez-vous également des Savings & Loans. A l'origine, les Savings & Loans, comme la plupart des banques commerciales, ne desservaient que leur région, qu'elles connaissaient bien. Elles savaient à qui prêter et à qui ne pas prêter. Le système a basculé lorsqu'on leur a permis d'offrir leurs services n'importe où. La caisse de Princeton a alors pu financer un terrain de golf à Tucson, en Arizona. C'est ce qui a conduit au désastre.

Il nous faut garder cette leçon en tête et la transposer à l'échelle internationale pour penser le système financier de demain. Nous avons besoin d'un système dans lequel les frontières nationales ont un sens et où chaque pays a la responsabilité de créer le plein emploi et de faire progresser les salaires. Cela suppose de pouvoir agir sans contrainte de balance des paiements, et sans avoir à se soucier des « actifs toxiques » élaborés aux Etats-Unis ou ailleurs.

Luiz Carlos Bresser-Pereira :

Pour ma part, je ne pense pas que le FMI soit à même de réguler la finance internationale d'une manière qui soit profitable pour tous. Le FMI est contrôlé par les pays riches, et représente dans une très large mesure les intérêts de ces pays. Bref, c'est une institution qui souffre d'un évident problème de légitimité.

Question du public :

Le secteur financier représentait environ 10% du PIB dans les années 1960, il en représente environ 20% aujourd'hui. Il a de plus absorbé une part importante de notre capital humain. Et que nous a-t-il offert en retour, à la société dans son ensemble ? Que fait pour nous le secteur financier ?

Luiz Carlos Bresser-Pereira :

Que font pour nous les marchés financiers ? Je pense que le président brésilien Lula, a répondu à cette question, en disant que les finances financent la production. Mais bien sûr, il faut financer l'activité économique et non la spéculation.

Au cours des vingt dernières années, on a constaté une hausse phénoménale de la richesse. Le PIB s'est développé de façon anormale. Tout cela semblait logique, puisque les capitalistes s'enrichissaient grâce à leurs actifs. Mais les producteurs se sont-ils enrichis ? Les golden boys et les directeurs de banques se sont en tout cas bel et bien enrichis. Et c'est de l'argent bien réel qu'ils se sont mis dans les poches.

Quand on parle de régulation, il ne faut pas seulement se demander comment éviter toute crise future, il faut aussi se demander comment empêcher le secteur financier de s'emparer des ressources de l'ensemble de la société.

CONCLUSION

de George Papandreou

Je partage la profonde inquiétude que vous inspire la crise financière, qui a commencé ici à New York et s'est étendue au reste du monde. En tant que président de l'Internationale socialiste, j'ai d'habitude beaucoup de mal à mentionner mon titre aux Etats-Unis sans provoquer la stupeur. J'ai ressenti un changement lors de ma dernière visite. Ce jour-là, Wall Street s'était effondré. Quand je me suis présenté à une soirée de bienfaisance, une dame m'a dit : « Il nous faudrait plus de gens comme vous, ici, aux Etats-Unis ». Un peu plus tard, j'ai senti que j'étais en bonne compagnie lorsque Barack Obama a été accusé d'être socialiste.

En toute franchise, je suis très fier d'être à la tête de ce mouvement, qui a eu par le passé des leaders comme Willy Brandt ou François Mitterrand. Notre mouvement représente plus de 160 partis à travers le monde, de l'Amérique latine à l'Asie. Pourtant, depuis plusieurs décennies, l'ordre mondial est dominé par le programme néo-libéral et néo-conservateur, qui a en horreur les expressions comme justice sociale, équité, responsabilité démocratique, transparence, solidarité, plan de relance, régulation des marchés, allocations chômage, juste répartition de la richesse, ou développement durable. Nous sommes donc à la fois surpris et ravis de voir que ces termes sont de nouveau à la mode.

Résoudre la crise financière n'est certainement pas une question technique, même s'il est très important d'en envisager les aspects techniques. Selon moi, il s'agit fondamentalement d'une tâche politique, qui concerne les choix fondamentaux du XXI^e siècle. Nous devons résoudre la crise actuelle en donnant le pouvoir aux citoyens, aux populations, à la société, et en permettant à nos institutions internationales d'affronter des défis dont la dimension est planétaire.

Les institutions internationales sont importantes, mais elles ont besoin de légitimité, il leur faut les pouvoirs nécessaires. Qui sont les acteurs de la gouvernance mondiale ? C'est une question fondamentale pour un nouvel équilibre géopolitique. Et que signifie une gouvernance démocratique à l'échelle mondiale ? A moins de faire le pari d'une aristocratie éclairée gouvernant le monde, nous avons besoin d'un changement démocratique pour parvenir à une gouvernance qui garantisse la participation des sans grade, des pauvres, des classes moyennes, des petites et moyennes entreprises, et des forces productives ; nous avons besoin d'un changement qui établisse démocratiquement de nouvelles priorités à l'échelle planétaire et permette une utilisation durable de nos ressources communes.

« Résoudre la crise financière n'est pas uniquement une question technique, mais essentiellement un problème politique »

Quand nous pensons aux institutions internationales, qu'il s'agisse du FMI ou d'une autre qu'il nous faut inventer, nous devons nous rappeler que ces institutions sont fondées sur un ensemble de règles, qui peuvent paraître techniques en apparence, mais derrière lesquelles se trouvent des principes et des valeurs communes. J'ai souvent participé au dialogue des cultures et des religions, qui est guidé par l'idée qu'il existe des valeurs communes. En Grèce, comme ministre des affaires étrangères, j'ai eu de nombreuses occasions de travailler avec la Turquie. Comme vous le savez, j'habite une partie du monde où existe une grande diversité culturelle et religieuse : il y a des orthodoxes, des catholiques, des juifs, des musulmans, et cela depuis des siècles. Et je crois réellement qu'il nous faut établir un ensemble de principes fondés sur nos valeurs communes, tout en respectant bien sûr la diversité, qu'elle soit politique, culturelle ou économique. Cet équilibre est crucial. De ce point de vue, je pense que l'expérience européenne est importante ; nous avons pu unir des cultures et des traditions politiques très diverses et les faire fonctionner ensemble, en tant qu'Etats-nations au sein d'un système coordonné. De nouvelles règles doivent émerger qui permettent à la démocratie de s'exprimer non plus seulement à travers des institutions politiques, mais également à travers des institutions économiques. C'est un de nos défis : permettre aux institutions démocratiques de mieux faire face à la mondialisation.

Prouesses technologiques, richesse, innovation, savoir et créativité : les ressources de l'humanité sont immenses. Pourtant, nous nous sentons souvent impuissants. Notre génération, et celle qui suit, doivent affronter des problèmes d'une complexité inouïe. Le changement climatique de grande ampleur, lié à la consommation d'énergie fondée sur le carbone, les pandémies anciennes et nouvelles, la pauvreté, les armes, la drogue, le trafic d'être humains qui génère des bénéfices bien supérieurs au PIB de beaucoup de pays... Autant de questions qui pourraient être réglées si nous accomplissions des efforts concertés, coordonnés, à l'échelle mondiale.

Au lieu de cela, nos problèmes sont aggravés par la crise financière, qui a révélé de nombreuses dérives : la stupéfiante concentration des richesses entre les mains de quelques-uns, la concentration du pouvoir médiatique, la concentration du pouvoir politique, et la dégradation de nos institutions démocratiques.

C'est un défi pour la démocratie. Nos institutions ont été mises aux services d'intérêts particuliers. L'Etat, les marchés, la politique ont été pris en otages. Aujourd'hui, nous avons pour ainsi dire un Etat-providence réservé aux riches et aux puissants.

C'est dans cet esprit que j'ai invité Joseph Stiglitz à faire partie de la commission que nous avons créée pour trouver une réponse à la crise financière. Nous avons produit un rapport provisoire où nous déclarons avoir besoin d'une coopération accrue pour affronter les conséquences de cet échec spectaculaire des marchés non régulés, pas seulement aux Etats-Unis mais dans le monde entier. Les marchés sont gelés, la récession commence, et notre devoir est de ne pas penser uniquement à Wall Street. Si nous voulons sauver les banques, il faut le faire de manière à sauver d'abord le droit à l'emploi, à la retraite, à l'éducation et aux services de santé, bref de manière à renforcer l'économie réelle. La régulation doit être radicale, elle doit permettre de rétablir le contrôle public des marchés, et mettre fin aux excès de la spéculation et de la cupidité qui nous ont menés où nous sommes aujourd'hui.

Deuxièmement, nous devons éviter de glisser dans la récession, en maintenant et en renforçant les systèmes de protection sociale, en soutenant les travailleurs, en assurant les entreprises productrices, en évitant les licenciements, et en essayant de maintenir au maximum notre capacité de production. Nous devons également continuer à aider les pays moins développés et faire preuve de solidarité au-delà de nos frontières.

Troisièmement, nous avons besoin d'investissements – et notamment d'investissements publics – afin de stimuler nos économies et donner naissance à un nouveau modèle de croissance verte. C'est surtout en temps de guerre que l'on mobilise les

ressources ; notre défi est de montrer que nous pouvons également le faire en temps de paix. J'irais jusqu'à dire que nous pouvons évoluer soit vers le développement durable, soit vers le conflit et la guerre. La justice sociale, la solidarité et le développement durable, ou la barbarie planétaire : telle est l'équation qui s'offre à nous.

Aucun pays n'accomplira cela seul, mais les Etats-Unis ont un rôle clef à jouer, pour trois raisons. Ils sont en grande partie responsables du désordre actuel. D'autre part, même les Etats-Unis ne peuvent échapper à l'interdépendance mondiale. Et enfin, il y a une nouvelle administration qui va s'attirer un grand respect, et donc une grande légitimité à travers le monde. Mais elle ne pourra pas agir par la force ; elle ne pourra agir que par l'exemple : la diplomatie préventive plutôt que la guerre préventive, la mondialisation pour le peuple et par le peuple, des marchés au service des hommes.

Je vois la victoire de Barack Obama comme un espoir pour la démocratie, en Amérique bien sûr, mais également dans le reste du monde. Une nouvelle page est sur le point d'être écrite, et elle ne doit pas être écrite à la hâte. Votre rôle en tant qu'économistes, en tant qu'économistes progressistes, sera crucial dans la rédaction de ces nouvelles pages de notre histoire.

PARTICIPANTS

Marcellus ANDREWS

Marcellus Andrews est titulaire d'un BSBA de la Wharton School (Université de Pennsylvanie), ainsi que d'un MA, d'un MPhil et d'un PhD de l'Université de Yale. M. Andrews est à présent professeur d'économie à Barnard College (Université de Columbia). Il prépare actuellement deux ouvrages : *Economic Policy and the Road to Social Justice* (manuscrit achevé) et *Re-imagining American Freedom* (en cours).

Marshall AUERBACK

Marshall Auerback travaille depuis 25 ans dans la gestion d'actifs en tant que responsable de la stratégie mondiale chez RAB Capital, société de gestion de fonds implantée en Grande-Bretagne gérant quatre milliards de dollars depuis 2003. Il est également consultant chez PIMCO, le plus important gérant de fonds obligataires mondiaux, et fait partie du conseil d'administration de Pinetree Capital (Toronto). De 1983 à 1987, il fut responsable de la gestion d'actifs chez GT Management (Asia) à Hongkong, où il se concentrait sur les marchés de Hongkong, des pays de l'ASEAN (Singapour, Malaisie, Philippines, Indonésie et Thaïlande), de la Nouvelle-Zélande et de l'Australie. Un séjour à Tokyo de 1988 à 1991 lui permit d'élargir sa connaissance de l'Asie pour inclure le marché boursier japonais. De 1992 à 1995, il travailla à New York pour le groupe Tiedemann Investment, où il dirigea un fonds spéculatif destiné aux marchés émergents. De 1996 à 1999, il fut responsable de la stratégie économique internationale chez Veneroso Associates, qui offrait une assistance en stratégie macroéconomique à de grands investisseurs institutionnels. De 1999 à 2002, il géra le Prudent Global Fixed Income Fund pour David W. Tice & Associates, gestionnaire d'investissement implanté aux Iles Vierges USA, et a participé à la gestion du Prudent Bear Fund. Marshall Auerback est titulaire d'une maîtrise d'anglais et de philosophie de Queen's University (1981) et d'un diplôme de droit du Corpus Christi College (Oxford, 1983).

William K. BLACK

Bill Black enseigne l'économie et le droit à l'Université du Missouri (Kansas City) et dirige l'Institute for Fraud Prevention. Il a enseigné à la LBJ School of Public Affairs à l'Université du Texas (Austin) et à l'Université de Santa Clara. Il a travaillé comme juriste chez Squire, Sanders & Dempsey, responsable des litiges pour le Federal Home Loan Bank Board, directeur adjoint de la Federal Savings and Loan Insurance Corporation, vice-président et conseiller général de la Federal Home Loan Bank de San Francisco, conseiller adjoint senior de l'Office of Thrift Supervision. Il a été directeur adjoint de la National Commission

on Financial Institution Reform, Recovery and Enforcement. Il a récemment aidé la Banque Mondiale à élaborer un programme anti-corruption.

Jack A. BLUM

Jack Blum est conseiller pour le cabinet juridique Baker and Hostetler et vit à Washington. Il veille au respect de la politique d'intégrité pour diverses banques et sociétés de courtage et est consultant pour l'Internal Revenue Service contre l'évasion fiscale à l'étranger. Il est actuellement l'avocat de l'homme qui a vendu à treize gouvernements des informations bancaires sur le Lichtenstein. Il a été conseiller de l'Antitrust and Monopoly Subcommittee et du Senate Foreign Relations Committee, durant quatorze ans, au cours desquels il enquêtait sur les fraudes. Ses principales enquêtes ont porté sur les prêts à risque (1969-70), les banques internationales (1974), la corruption de fonctionnaires étrangers par Lockheed (1975-76), le trafic de drogue et le blanchiment d'argent (1986-88) ainsi que la Bank of Credit and Commerce International (1988-1989).

Luiz Carlos BRESSER-PEREIRA

Luiz Carlos Bresser-Pereira est économiste et sociologue. Il est Professeur émérite à la Fondation Getulio Vargas, rédacteur en chef du *Brazilian Journal of Political Economy* depuis 1981 et donne régulièrement des cours à l'EHESS. Il tient une chronique bimensuelle dans le *Folha de S. Paulo*. De 1963 à 1982, tout en conservant son activité universitaire, il fut vice-président d'une société de grande distribution, Pão de Açúcar. En 1983, lors de l'élection du premier gouverneur démocrate à São Paulo, Franco Montoro, il devint président de la banque d'Etat de São Paulo et, deux ans après, directeur de cabinet du gouverneur. En avril 1987, au lendemain de la crise du Plan Cruzado, il devint ministre des finances du Brésil ; il put rétablir l'ordre économique mais, en l'absence des conditions politiques propices à un ajustement fiscal, il démissionna à la fin de l'année. Dix-huit mois plus tard, le Plan Brady adopta sa proposition de résoudre la crise par une titrisation de la dette moyennant un rabais.

En 1995, le poste de ministre de l'administration fédérale et de la réforme de l'Etat lui fut proposé au sein de la première administration Fernando Henrique Cardoso. Il put ainsi promulguer la Réforme de la gestion publique, aujourd'hui saluée à l'échelle planétaire. En 1999, il fut six mois durant ministre de la science et de la technologie.

Il est membre du conseil d'administration de plusieurs organisations à but non lucratif. Depuis juillet 1999, il se consacre pleinement à sa carrière universitaire à la Fondation Getulio Vargas, où il enseigne l'économie et la théorie politique, et où il dirige des thèses. En tant que Professeur invité, il a enseigné l'économie du développement à l'université Paris 1 (1978), et la théorie politique de la démocratie moderne au département de sciences politiques de l'Université de São Paulo (2002-2003). Il fut aussi invité à l'Institut de hautes études de l'USP (1989) et à l'Université d'Oxford (Nuffield College, 1999 ; St. Anthony's College, 2001).

Pierre CALAME

Au cours des vingt dernières années, Pierre Calame a occupé divers postes de haut fonctionnaire dans le domaine de l'aménagement du territoire, du logement, et de la coopération internationale. En 1985, il fut nommé Secrétaire général d'Usinor.

Depuis 1988, il est directeur général de la Fondation Charles Léopold Mayer pour le Progrès de l'humanité, fondation internationale implantée en Suisse, qui se consacre principalement à la mobilisation du savoir et de l'expérience pour affronter les principaux défis de la décennie à venir.

Membre du comité fondateur du Forum Chine Europe, il travaille à l'élaboration d'un dialogue entre les sociétés chinoise et européenne, prototype de ce que pourrait être à l'avenir le dialogue de société à société entre d'autres parties du monde.

Auteur de nombreux ouvrages, son livre le plus récent est *l'Essai sur l'Économie* (ECLM 2009), en référence au grec *oikos*, « foyer ».

Ping CHEN

Codirecteur du Virtual Center for Complexity Science, Ping Chen enseigne l'économie au China Center of Economics Research. Depuis 1978, ce jeune réformateur chinois fut l'un des scientifiques qui critiquèrent systématiquement la politique économique et étrangère de Mao. En 1997, il devint consultant extérieur du gouvernement de Shanghai pour la politique financière, avec un projet visant à développer le système de crédit à la consommation (1997-2001), qui fut adopté dans l'ensemble du pays. Il écrit régulièrement dans les principaux médias chinois. Le parcours de Ping Chen est retracé par Fox Butterfield, envoyé du *New York Time* en Chine, dans son best-seller *Chine : Survivant dans la mer d'amertume*. Sa découverte du chaos économique empirique a été saluée par Associated Press et par *The Atlanta Journal and Constitution*.

Paul DAVIDSON

Paul Davidson, macroéconomiste, a enseigné l'économie aux universités de Pennsylvanie et de Rutgers (Etats-Unis), ainsi qu'aux universités de Bristol et de Cambridge (Grande-Bretagne), puis à l'Université du Tennessee. Il est Professeur invité au Schwartz Center For Economic Policy Analysis à la New School, et est actuellement Professeur émérite à l'Université du Tennessee (Knoxville). Il est particulièrement connu pour promouvoir des théories macroéconomiques post-keynésiennes. Avec Sidney Weintraub, il a fondé en 1978 le *Journal of Post Keynesian Economics*, dont il est rédacteur en chef. On lui doit 22 livres et plus de 210 articles, en tant qu'auteur, coauteur ou directeur. Ses recherches se focalisent sur les paiements monétaires internationaux et les politiques mondiales d'emploi, la théorie monétaire, la répartition des revenus, l'économie de l'énergie, l'offre et la demande en matière d'activités de plein air, et l'économie post-keynésienne.

Gary DYMSKI

Gary Dymski est Directeur de l'University of California Center Sacramento depuis juillet 2003. Il a passé une licence d'études urbaines à l'Université de Pennsylvanie en 1975, membre de la fraternité Phi Beta Kappa. Il a obtenu une maîtrise d'administration publique à la Maxwell School (Syracuse University) en 1977. Il a travaillé comme analyste économique à la Legal Services Organization of Indiana de 1977 à 1979 ; de 1979 à 1981, il fut conseiller fiscal et chef de cabinet du groupe démocrate au Sénat de l'Etat d'Indiana. Il a entrepris un doctorat d'économie à l'Université du Massachusetts (Amherst) en 1981 et a soutenu sa thèse en 1987.

En 1985-98, Gary fut Leo Model Fellow in Economic Studies à la Brooking Institution. Il a enseigné l'économie comme professeur assistant à l'Université de Californie méridionale de 1986 à 1991 ; en 1991, il rejoignit la faculté d'économie de l'Université de Californie - Riverside. Il fut promu professeur d'économie en 2001. Durant l'année universitaire 2001-2002, Gary fut Associate Dean for Research and Graduate Studies au College of Humanities, Arts, and Social Sciences de UCR. Durant l'année 2002-2003, Gary Dymski fut directeur fondateur de l'Edward J. Blakely Center for Sustainable Suburban Development, à UCR.

Lord John EATWELL

John Eatwell est directeur du Cambridge Endowment for Research in Finance, et professeur de politique financière à la Judge Business School (Cambridge). Il enseigne l'économie et la finance à l'université de Cambridge depuis 1970. Il est devenu président de Queen's College, Cambridge en 1997. De 1980 à 1996, il fut aussi professeur à la Graduate Faculty de la New School for Social Research (New York). Il a été Professeur invité à Columbia University (New York), à l'Université du Massachusetts (Amherst) et à l'Université d'Amsterdam.

De 1985 à 1992, John Eatwell fut le conseiller économique de Neil Kinnock, alors leader du parti travailliste. A ce poste, il fut largement responsable de la réflexion qui aboutit à un réalignement substantiel de la politique économique des Travaillistes. En 1992, il entra à la Chambre des Lords et, de 1993 à 1997, fut le principal porte-parole de l'opposition pour les questions économiques et financières. En 1988, avec Clive Hollick, il créa l'Institute for Public Policy Research, aujourd'hui considéré comme l'un des principaux *think-tanks* politiques de Grande-Bretagne. Il en fut président de 1997 à 2000, et reste membre du conseil d'administration.

En 1997, il rejoignit le conseil d'administration de la Securities and Futures Authority, qui régule le marché boursier britannique (jusqu'à fin 2001), où il fut membre de l'Enforcement Committee et du Capital Committee. Quand la SFA fut supprimée, il devint membre du Regulatory Decisions Committee de la Financial Services Authority (jusque 2006).

John Eatwell est directeur non exécutif de Cambridge Econometrics (cabinet de recherche économique), de Rontech (fabricant de logiciels de gestion pour le secteur des services financiers) et de SAV Credit Limited (société de carte de crédit). Il conseille les sociétés de capital-investissement Warburg Pincus & Company International et Palamon Capital Partners. Il a été directeur non exécutif d'Anglia Television de 1994 à 2001. De 1997 à 2000, il a présidé le groupe d'entreprises British Screen (qui incluait British Screen Finance, British Screen Rights et la National Film Trustee Company). De 2000 à 2004 il a présidé la Commercial Radio Companies Association.

James K. GALBRAITH

James K. Galbraith enseigne l'économie et plusieurs autres matières à la LBJ School. Il est diplômé de Harvard (B.A. magna cum laude, 1974) et de Yale (PhD d'économie, 1981). Il a étudié l'économie à King's College, Cambridge en 1974-75, puis a occupé diverses fonctions au Congrès des Etats-Unis, dont celles de directeur exécutif du Joint Economic Committee. Il fut chercheur invité à la Brookings Institution en 1985. A la LBJ School, il a dirigé le PhD Program in Public Policy, de 1995 à 1997. Il dirige le projet University of Texas Inequality, groupe de recherche informel implanté à la LBJ School. Il entretient des liens avec plusieurs autres institutions, notamment comme Senior Scholar au Levy Economics Institute et comme président du conseil d'administration d'Economists for Peace and Security. Il rédige la chronique « Econoclast » pour *Mother Jones*, et publie de temps à autre des articles dans divers périodiques dont *The Texas Observer*, *The American Prospect* et *The Nation*. Il participe à l'émission *Marketplace*, sur Public Radio International.

Teresa GHILARDUCCI

Teresa Ghilarducci occupe la Irene and Bernard L. Schwartz Chair in Economic Policy Analysis, à la New School for Social Research. Elle dirige le SCEPA. Elle était auparavant professeur d'économie et directrice du Higgins Labor Research Center à l'Université de Notre Dame. Son livre *When I'm Sixty-Four : The Plot Against Pensions and the Plan to Save Them* (Princeton University Press) étudie l'impact des pertes de retraite sur les personnes âgées aux Etats-Unis. En 1992, l'Association of American Publishers lui a

décerné un prix pour *Labor's Capital : The Economics and Politics of Employer Pensions* (MIT Press). Elle est co-auteur de *Portable Pension Plans for Casual Labor Markets* (1995). Elle publie dans des revues référencées et son opinion est fréquemment sollicitée par le Congrès. Elle est titulaire d'un PhD en économie de l'Université de Californie (Berkeley).

Jeffrey MADRICK

Jeffrey Madrick est rédacteur en chef de *Challenge Magazine*, professeur invité à The Cooper Union, et directeur de recherche au Schwartz Center for Economic Policy Analysis (The New School). Il publie régulièrement dans *The New York Review of Books*, et a longtemps tenu une chronique dans le *New York Times*. Il est l'auteur de plusieurs livres, dont *Taking America* (Bantam) et *The End of Affluence* (Random House), tous deux choisis par le *New York Times* comme « Notable Books of the Year ». *Taking America* fut aussi choisi par *Business Week* comme l'un des dix meilleurs livres de l'année. Parmi ses titres plus récents, signalons *Why Economies Grow* (Basic Books) et *The Case for Big Government* (Princeton University Press). Jeffrey Madrick a été consultant auprès du sénateur Edward M. Kennedy et d'autres législateurs américains. Il a publié des articles dans de nombreux autres périodiques, dont *The Washington Post*, *The Los Angeles Times*, *Institutional Investor*, *The Nation*, *American Prospect*, *The Boston Globe*, *Newsday*, ainsi que dans les pages économie du *New York Times*. Il a participé à diverses émissions de télévision : Charlie Rose, The Lehrer News Hour, Now With Bill Moyers, Frontline, sur CNN, CNBC, CBS et NPR. Il a été rédacteur des pages finances de *Business Week Magazine*, il a travaillé comme reporter et commentateur pour NBC News. Un Emmy Award et un Page One Award lui ont été décernés. Il a fait ses études à New York University et à Harvard, où il a été Shorenstein Fellow.

Richard MEDLEY

Richard Medley est le président de Medley Capital, à la tête d'un nombre croissant de fonds gérés séparément. Parmi les plus en vue, Medley Opportunity Fund est un fonds de financement adossé à des actifs sans corrélation avec les marchés de crédit, qui a connu une hausse nette de 1% par mois durant les troubles récents. Medley Capital gère également A.W. Jones International, le premier fonds spéculatif jamais créé, qui réalise depuis 58 ans des retours sur investissement de plus de 14%.

Avant de former Medley Capital, il a fondé en 1997 Medley Global Advisors (MGA), qui est devenu le principal conseiller des plus grands fonds spéculatifs, des plus grandes banques d'investissement et des plus grands gestionnaires d'actifs. MGA a créé un réseau de plus de 250 sources d'information à plein temps et à temps partiel à travers le monde, avec des bureaux dans sept pays et plus de 300 clients. MGA a tiré parti des relations de Richard Medley avec de hauts responsables du monde entier pour mieux comprendre les questions clefs, à l'intersection de la politique et des marchés. En 2005, il a revendu MGA à un consortium de capital-investissement.

Avant MGA, Richard Medley fut directeur général et conseiller politique chez Soros Fund Management. En outre, il a travaillé pour le Comité bancaire de la Chambre des Représentants et pour le groupe démocrate au Sénat. Il a enseigné la philosophie politique à l'université de Yale, où il avait obtenu sa licence, sa maîtrise et son doctorat. Il a fait son service militaire dans l'US Air Force et est membre à vie du Council of Foreign Relations.

Perry MEHRLING

Perry Mehrling est professeur d'économie à Barnard College (Columbia University), où il enseigne depuis 1987. Sa recherche porte sur les dimensions monétaires et financières de l'économie, domaine qu'il aborde selon divers angles méthodologiques. Son dernier livre s'intitule *Fischer Black and the Revolutionary Idea of Finance* (Wiley 2005). Sa formation

inclut un MSc d'économétrie et d'économie mathématique de la London School of Economics (1983) et un PhD d'économie à Harvard (1988). Son site web est <http://www.econ.barnard.columbia.edu/faculty/mehrling/mehrling.html>.

Dimitri PAPADIMITRIOU

Dimitri B. Papadimitriou s'intéresse à la réforme des structures financières, aux banques de développement local, aux politiques fiscales et monétaires, à la politique de l'emploi, et à la répartition des revenus, des richesses et du bien-être. Au Levy Institute, il dirige l'équipe de macro-modélisation qui étudie l'économie des Etats-Unis et du monde. En outre, il est l'auteur ou le co-auteur d'études consacrées à la politique de la Réserve Fédérale, à la politique fiscale, à la croissance de l'emploi et la réforme de la sécurité sociale. Dimitri Papadimitriou est président du Levy Institute, vice-président et Jerome Levy Professor of Economics à Bard College. Il a témoigné lors de nombreuses audiences du Sénat et de la Chambre des Représentants, il a été vice-président de la Trade Deficit Review Commission du Congrès (2000-2001) et membre du Competitiveness Policy Council's Subcouncil on Capital Allocation. A l'automne 2002, il fut Distinguished Scholar à la Shanghai Academy of Social Sciences. Il a dirigé huit livres publiés chez Macmillan et chez Edward Elgar, et il est membre du conseil éditorial de *Challenge*. Diplômé de Columbia University, il est titulaire d'un PhD d'économie de la New School for Social Research.

George A. PAPANDREOU

George A. Papandreou est titulaire d'un M.Sc de sociologie de la LSE, et enseigne au Center for International Affairs à Harvard. Membre du Parlement grec depuis 1981, il a occupé différentes fonctions gouvernementales avant d'être ministre des affaires étrangères de 1999 à 2004. L'un des inspirateurs d'*e-Vote*, site de la présidence grecque de l'Union Européenne, il figurait en 2003 parmi les « 25 personnalités qui changent le monde de la politique Internet ». Il a reçu plusieurs récompenses pour son engagement en faveur de la paix et de la démocratie, notamment sa campagne pour un rapprochement entre la Grèce et la Turquie. Président du PASOK (mouvement socialiste pan-hellénique) depuis janvier 2004, George A. Papandreou a mené une réforme radicale du système des partis politiques en Grèce. Il a été élu à l'unanimité Président de l'Internationale socialiste en janvier 2006.

John Jr Barkley ROSSER

J. Barkley Rosser Jr a obtenu en 1976 un PhD d'économie à l'Université du Wisconsin (Madison). Il est professeur d'économie et Kirby L. Cramer Jr Professor of Business Administration à la James Madison University. Il a travaillé comme conseiller au cours de plusieurs campagnes présidentielles, et auprès de diverses agences gouvernementales au niveau national ou local. Auteur de plus de cent publications, ses ouvrages les plus célèbres sont *From Catastrophe to Chaos: A General Theory of Economic Discontinuities*, *Comparative Economics in a Transforming World Economy* et *The Changing Face of Economics: Conversations with Cutting Edge Economists*. Il est rédacteur du *Journal of Economic Behavior and Organisation* depuis 2001.

Bernard SCHWARTZ

Bernard L. Schwartz dirige BLS Investments, une firme d'investissement privée. Il gère aussi les investissements de la Bernard and Irene Schwartz Foundation, qui soutient principalement l'enseignement supérieur, la recherche médicale et des organisations culturelles new-yorkaises. Il encourage l'émergence d'initiatives nouvelles dans le domaine

de politique économique aux Etats-Unis, en soutenant des institutions éducatives, des *think-tanks* et les organisations à but humanitaire.

Avant de créer BLS Investments en mars 2006, Bernard Schwartz a été pendant 34 ans président du conseil et directeur général de Loral Space & Communications et de la société qui l'a précédée, Loral Corporation. Il est souvent sollicité pour s'exprimer sur des questions allant de la compétitivité des Etats-Unis aux investissements en technologie et en infrastructure. Il est à l'origine de programmes (dont le Schwartz Center for Economic Policy Analysis et une chaire d'économie à la New School) qui examinent la performance de l'économie américaine, avancent de propositions innovantes et favorisent le dynamisme économique et technologique des Etats-Unis. Les propositions sur lesquelles débouchent ces programmes sont diffusées auprès de membres du gouvernement et du Congrès, d'éducateurs, de chercheurs, des médias et du grand public. Bernard Schwartz est titulaire d'une licence de finances et d'un doctorat honoraire du City College (New York).

Allen SINAI

Allen Sinai dirige Decision Economics, une société de conseil en stratégie économique et financière. Au cours de sa carrière, il a travaillé pour de nombreuses organisations, aux Etats-Unis et ailleurs. Il a été consulté par différents partis politiques sur les questions de politique économique, et a souvent témoigné devant le Congrès ; il a en outre travaillé comme consultant pour la Réserve Fédérale. Entre 1983 et 1996, il a dirigé Lehman Brothers Global Economics. De 1988 à 1992, il fut vice-président exécutif et économiste en chef de The Boston Company, filiale de gestion des actifs de Shearson Lehman Brothers, où il dirigeait aussi une société d'information économique, The Boston Company Economic Advisors. Avant de rejoindre Lehman Brothers, il a travaillé de 1971 à 1983 pour Data Resources comme économiste financier et comme vice-président. Allen Sinai est titulaire d'un doctorat d'économie de la Northwestern University.

Joseph STIGLITZ

Joseph E. Stiglitz a soutenu son doctorat au MIT en 1967. Il a été nommé professeur à la Yale University en 1970. Au cours de sa carrière, il a enseigné aux universités de Princeton et de Stanford ainsi qu'au MIT. Il a aussi occupé la chaire de *{Drummond Professor}* à All Souls College (Oxford). Il enseigne actuellement à la Columbia University (New York), où il préside le Columbia University's Committee on Global Thought et l'Initiative for Policy Dialogue. En 2001, il a reçu le prix Nobel d'économie pour son analyse de l'asymétrie d'information sur les marchés et, en 1995, il fut l'un des principaux auteurs du rapport de l'*{Intergovernmental Panel on Climate Change}*, qui se sont partagés le prix Nobel de la paix en 2007. Son dernier livre, *{The Three Trillion Dollar War: The True Cost of the Iraq Conflict}*, en collaboration avec Linda Bilmes, de Harvard, a paru en mars 2008 (Norton et Penguin/Allen Lane).

Joseph Stiglitz a été membre du Council of Economic Advisers de 1993 à 1995, sous l'administration Clinton, et il en fut président de 1995 à 1997. Il fut ensuite vice-président de la Banque mondiale, de 1997 à 2000. En 2008, il fut choisi par le président Sarkozy pour présider la commission de mesure des performances et du progrès économiques. Joseph Stiglitz assure à temps partiel la présidence du conseil d'administration de l'Université de Manchester. Il est aussi Director of Graduate Summer Programs au Brooks World Poverty Institute. Il est membre de nombreux autres conseils, dont ceux d'Economists for Peace and Security et du Levy Economics Institute de Bard College.

Lucy Law WEBSTER

Quelles solutions à la crise financière ?

Après avoir travaillé au département des affaires politiques de l'ONU, Lucy Law Webster est aujourd'hui directrice exécutive du Center for War/Peace Studies, elle est membre du conseil d'Economists for Peace and Security et travaille pour l'International World Federalist Movement.