

## **La crise des subprimes sonne t'elle le glas de la diversité du capitalisme ?**

Arnaud DIEMER

*Université Blaise Pascal,*

CERDI - Clermont Ferrand, PHARE Paris 1

En 2008, le cercle des économistes, sous la plume de Jean-Hervé Lorenzi, faisait paraître un ouvrage collectif sous le titre provocateur « *La guerre des capitalismes aura lieu* ». Ce livre issu des rencontres économiques d'Aix en Provence (2007) soutenait la thèse que les capitalismes mutaient dans des directions que personne n'avait anticipées, tout en étant condamnés à coexister. Des forces de convergence existaient, notamment sous la pression des marchés financiers, toutefois, une concurrence entre capitalismes pouvait entraîner une forme de sélection naturelle. La diversité des capitalismes, souvent présentée comme une chance, pourrait dès lors susciter des tensions croissantes, voire déclencher des conflits exacerbés.

Nous entendons ici appréhender la diversité du capitalisme à la lueur des derniers enseignements de la crise des subprimes. En effet, la crise financière de 2008 a généré dans la zone euro une explosion des dettes souveraines qui remet en cause la sortie de crise de certains Etats européens et relance du même coup la thèse de la guerre du capitalisme.

Pour comprendre l'éventualité d'un tel scénario, il convient dans un premier temps de revenir sur les principaux enseignements de la crise financière. Si le caractère multidimensionnel et le phénomène de la globalisation financière sont généralement évoqués pour comprendre la nature et les causes de la crise financière, nous insisterons plus particulièrement sur le mode de fonctionnement des marchés financiers et sur les processus collusifs entre institutions financières. En effet, au-delà de son ampleur, cette crise tendrait à souligner deux faits importants : (i) un marché financier ne fonctionne pas comme un marché de biens et services ; (2) le manque de transparence, la fraude financière et l'appât du gain constituent les traits les plus saillants d'une crise financière. Une fois ces faits précisés, nous présenterons dans un second temps, les conséquences de la crise sur la diversité du capitalisme. Si la diversité du capitalisme a longtemps été examinée sous l'angle du modèle idéal (il fallait être français dans les années 60, suédois ou japonais dans les années 70, allemand ou américain ou anglais dans les années 80, hollandais dans les années 90 et danois dans les années 2000), le début du millénaire a vu le modèle américain (anglo-saxon) s'imposer et s'exporté partout dans le monde. Par leurs préconisations, les institutions internationales (FMI, OCDE, Banque Mondiale...) ont largement contribué à ce succès. Cette progression irrésistible semble aujourd'hui fortement remise en cause. La crise des subprimes tend à montrer que la réalité est plus complexe et que la diversité du capitalisme est toujours bien présente, même si les inquiétudes se portent aujourd'hui sur l'avenir : coexistence pacifique ou guerre des capitalismes.

## I. LES ENSEIGNEMENTS DE LA CRISE DES SUBPRIMES

Il est toujours très difficile de tirer les enseignements d'une crise, surtout lorsque ses effets continuent à se faire sentir sur la scène internationale. Certains faits importants nous semblent cependant assez bien représentatifs de la crise actuelle.

### *1/ Une crise multidimensionnelle*

Dans son rapport, *Sortie de crise : vers l'émergence de nouveaux modèles de croissance*, Daniel Cohen (2009) précisait que la crise était profonde car elle concentrait de façon différée les conséquences de trois chocs.

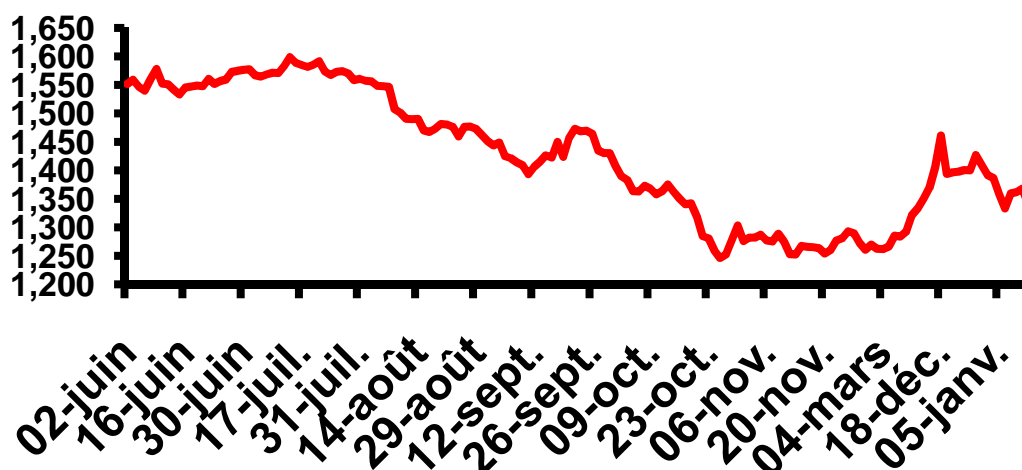
(i) La crise des valeurs technologiques des années 2000 (surinvestissement dans certains secteurs intenses en R & D dont les firmes du Nasdaq furent emblématiques) qui a remis en question les rendements attendus des TIC, la rémunération des facteurs, les incitations et les règles à définir pour garantir un sentier de croissance stable.

(ii) La crise des ressources rares (flambée des cours des matières premières, alimentaires et énergétiques) et la dégradation écologique accélérée souligneraient une incompatibilité entre la croissance mondiale et le prélèvement sur les ressources.

La flambée des cours des matières premières renvoie aux ajustements brutaux des taux de change, à la montée des risques climatiques et à la financiarisation des marchés agricoles.

→ Le taux de change, et plus particulièrement la parité dollar / euro joue sur la monnaie de facturation des produits agricoles. Généralement payés en dollars, les produits agricoles subissent les fluctuations du change. Les prix mondiaux libellés en dollars ont ainsi augmenté de 56% en 2008.

*Figure 1 : Taux de change euro/dollar en 2008*



→ Les conditions climatiques ont toujours été à l'origine des baisses ou des hausses de la production, créant ainsi des zones de déficit ou de surplus (on rappelle que trois années consécutives de « bonne » production américaine suffirait à faire plonger les cours des céréales), cependant ce qui a changé, c'est la volatilité des prix accentuée par les changements climatiques. Durant la campagne 2006-2007, les sévères gelées survenues en Russie et en

Ukraine ont fait augmenter les prix. L'été 2007 a engendré une hausse des prix en Europe. De même, la sécheresse en Australie a affecté les marchés agricoles en 2008.

→ Les marchés agricoles seraient en train de devenir des marchés financiers (40% des flux de matières sont aujourd'hui gérés par des Hedge Funds). Les opérations de spéculation génèrent une certaine dérive du capitalisme financier et modifient les comportements sur les marchés agricoles. Les marchés à terme, lieux de couverture, deviennent progressivement des lieux d'arbitrage et spéculation. La crise financière des subprimes (crise immobilière et crise des actifs financiers) a amené les opérateurs du marché à se replier sur les marchés agricoles et à se constituer un portefeuille d'actifs à spectre large. La financiarisation des marchés agricoles contribue à rendre plus instables les cours des matières premières.

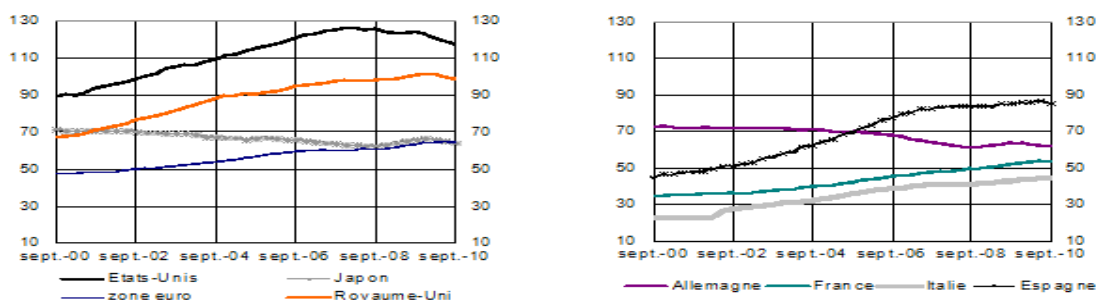
En 2010, le prix du blé a augmenté de 60%. Dans son rapport (février 2011), la Commission européenne évoque un lien entre la spéculation plus fréquente sur les marchés à terme de matières premières et la hausse des prix sur les marchés physiques. Néanmoins, elle conclut que ce lien n'est pas du tout évident ni déterminant dans la formation des prix : « *S'il est clair qu'il existe une forte corrélation entre les positions sur les marchés dérivés et les prix sur les marchés au comptant... Il est toujours difficile d'évaluer pleinement les interactions et l'impact des mouvements des marchés dérivés sur la volatilité des marchés physiques sous jacents* ». Autrement dit, rien ne prouverait que la spéculation en elle ferait monter les prix des matières premières qui dépendent avant tout de la loi de l'offre et la demande. La position de la Commission européenne serait ainsi claire. Il n'est pas question d'interdire la spéculation, « *il faut laisser les acteurs des marchés physiques se couvrir contre les risques de prix* », tout au plus, il conviendrait d'imposer des limites de position sur les marchés lorsque ces dernières sont justifiées. C'est notamment ce que fait le gendarme américain des marchés à terme (the Commodity Futures Trading Commission, CFTC) depuis plusieurs semaines, afin de calmer les ardeurs des spéculateurs<sup>1</sup>.

(iii) La crise actuelle de surendettement massif aux États-Unis, qui a permis dans un premier temps de maintenir la dépense des ménages, freinée par la contrainte de pouvoir d'achat et la montée des inégalités. Cette vague de consommation et d'investissement résidentiel à crédit a d'abord différé l'impact réel des deux premiers chocs sur la croissance, avant de l'aggraver. Notons que si cette montée en puissance du surendettement, touche davantage les pays qui ont libéralisé leur économie (Etats-Unis, Royaume Uni, Espagne), elle tend également à se généraliser à l'ensemble des pays à économie de marché.

*Figure 2 : Endettement des ménages (en % du PIB)*

### Endettement des ménages

en % du PIB



<sup>1</sup> Précisons que la Commission européenne ne dispose **ni d'instruments législatifs, ni** de gendarme lui permettant d'intervenir sur les marchés de matières premières, surtout actifs à Londres et Genève.

## 2/ Une intégration financière de plus en plus forte

Le phénomène de globalisation financière (les 3 D : dérèglementation, dérégulation, désintermédiation), initié dans les années 80, s'est poursuivi tout au long des années 90 et 2000. Aujourd'hui, il se traduit à la fois par une interconnexion des places financières et une intégration financière de plus en plus poussée.

Les Bourses, en tant que lieu de rencontre des demandes d'achat et des offres de vente des titres, ont subi des mutations à la fois technologiques (cotations électroniques) et structurelles. En France, la gestion de la Bourse de Paris n'est plus assurée par la Compagnie des agents de change qui bénéficiaient du monopole de la cotation jusqu'en 1988. La société actuelle qui gère les marchés boursiers français est une entreprise commerciale, elle-même cotée en Bourse. Un mouvement de concentration s'est même opéré dans les années 2000. Euronext, fusion des Bourses de Paris, d'Amsterdam, de Bruxelles, de Lisbonne et du marché Liffe de Londres s'est rapproché en 2007 de NYSE, gestionnaire du New York Stock Exchange. Sous le contrôle des Autorités de marché, la nouvelle entité NYSE Euronext fixe les règles d'adhésion des prestataires de services d'investissements, d'admission des sociétés à la côte et de fonctionnement des marchés qu'elle organise. Depuis quelques mois, ce mouvement de concentration boursière a été relancé sous l'effet de plusieurs annonces. Le 9 février 2011, la Bourse de Londres a fait une offre d'achat pour la Bourse de Toronto. Plus précisément, le LES (London Stock Exchange) a annoncé qu'il s'était entendu avec la direction du groupe TMX pour une fusion entre les deux entreprises de marché. Bien évidemment, cette fusion devra être approuvée par le gouvernement fédéral qui l'examine sous l'angle des intérêts canadiens (l'émir de Dubaï, Mohammed Ben Rachid Al Maktoum deviendrait le premier actionnaire du groupe avec 11.3% du capital). Si c'est le cas, cette nouvelle entité ferait partie des nouveaux géants de la finance internationale : premier groupe boursier avec plus de 6700 sociétés cotées, première plateforme mondiale de cotation des entreprises spécialisées dans l'extraction de ressources naturelles et la production énergétique (40% du commerce des matières premières)... En valeur boursière, ce sont près de 7 milliards de \$ qui sont en jeu. Le 15 février 2011, la bourse Deutsche Börse<sup>2</sup> AG (Francfort) et NYSE Euronext (NYSE) ont annoncé la conclusion d'un accord<sup>3</sup> de rapprochement de leurs activités après approbation du Conseil d'administration de chacune d'entre elles. La nouvelle entité, qui n'a pas encore de nom, sera de droit néerlandais, détenue à 60% par les actionnaires de Deutsche Börse et 40% par ceux de NYSE Euronext. Aux termes de cet accord, la fusion des deux sociétés donnera naissance au leader mondial pour la négociation de produits dérivés et de la gestion des risques<sup>4</sup> (plus d'un tiers du chiffre d'affaires total), ainsi que le centre le plus important et le plus réputé de levée de capitaux et d'échanges de titres. Bien entendu, l'accord doit encore être approuvé par les autorités de la concurrence aux États-Unis et en Europe. La finalisation de l'opération, attendue pour la fin de l'année, ne devrait cependant constituer qu'une nouvelle étape vers la cotation en continu (24 h sur 24 h), les Bourses de Madrid et de Zurich pourraient bien rejoindre la nouvelle entité dans l'année qui vient, il ne manquerait alors plus qu'un chaînon manquant, l'Asie !

---

<sup>2</sup> L'opérateur boursier allemand a annoncé un bénéfice net de 417,8 millions d'euros en 2010, en baisse de 16% sur un an en raison notamment de dépréciations sur sa filiale américaine ISE au quatrième trimestre (Deutsche Börse a passé 453,3 millions d'euros de dépréciations sur des actifs immatériels).

<sup>3</sup> C'est la bourse de Deutsche Börse qui a pris l'initiative de lancer une offre d'achat sur NYSE Euronext, au grand dam de ses actionnaires. Ces derniers contestent la répartition du capital de la future entité et la valeur relativement basse d'Euronext NYSE (9.5 milliards d'€).

<sup>4</sup> Les deux entreprises de marché estiment que le rapprochement devrait générer des synergies de coûts de 300 millions d'euros ainsi que d'importantes opportunités de croissance du chiffre d'affaires (en 2010, ce dernier est estimé à 4,1 milliards d'euros). La combinaison des ressources devrait permettre d'échanger plus 90 millions de contrats de produits dérivés par jour).

La mondialisation, l'essor rapide de places boursières dans les pays émergents et l'interconnexion grandissante des marchés de capitaux tendent à montrer que l'intégration financière internationale est en marche et que la crise financière de 2008 n'a pas ralenti ce mouvement. Dans le cas de l'Europe, Lane et Milesi-Ferretti (2001, 2007) ont cherché à rendre compte de cette intégration grandissante à partir d'un ratio IFI (intégration financière internationale), somme des actifs étrangers et de la dette extérieure rapportée au PIB.

$$IFI = 100 \times (A + L) / PIB$$

A : Stock d'actifs étrangers, L : dette extérieure

Ces auteurs notent que pour les pays de la zone euro, les positions transfrontalières ont augmenté très rapidement sur la période 1998 – 2007.

*Tableau 1 : Tendances en matière d'intégration financière internationale*

PAYS	1998	2002	2007
Allemagne	2.01	3.09	4.12
Autriche	2.01	3.44	6.04
Belgique	5.11	6.85	10.48
Finlande	2.08	3.36	4.84
France	2.68	3.40	5.53
Espagne	1.56	2.50	3.58
Grèce	1.16	1.71	2.77
Irlande	9.35	16.01	25.74
Italie	1.77	2.10	2.87
Luxembourg	112.26	175.57	244.40
Pays Bas	4.77	7.03	9.84
Portugal	2.41	3.63	4.84
Slovaquie	1.17	1.49	1.58
Slovénie	0.83	1.32	2.41

*Source : Lane, Milesi-Ferretti (2007)*

La vitesse d'intégration financière transfrontalière a été particulièrement rapide dans les pays à revenu élevé (Luxembourg, Irlande, Pays-Bas). Trois moteurs ont joué un rôle important dans cette évolution :

- (i) L'impact de l'innovation financière sur le commerce des actifs internationaux dans les pays ayant un système financier très développé (Lane et Milesi-Ferretti, 2008);
- (ii) La création de l'euro, qui en éliminant les risques de change et en rapprochant les marchés financiers des différents pays européens, a généré « *a discrete increase in cross-border asset trade among member countries* » (Lane, 2010, p. 6).
- (iii) Le rôle de la commission européenne qui a accompagné ce mouvement par la mise en place de plusieurs directives. La directive du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, a modifié la directive du 10 mai 1993 par une extension du cadre juridique communautaire. Ce dernier englobe désormais toutes les activités offertes aux investisseurs, notamment celles qui sont liées aux contrats dérivés sur matières premières. La directive européenne dite directive MIF, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 2007, a relancé le processus concurrentiel dans la finance européenne. Elle stipule que la concentration des ordres concernant une valeur sur un lieu d'exécution unique (Euronext ou Londres) où la valeur est cotée, est supprimée. Désormais, lorsqu'un épargnant souhaite vendre ou acheter des

actions, l'intermédiaire par lequel il passe, pourra exécuter son ordre soit à la Bourse où les actions sont cotées, soit sur un Système Multilatéral de Négociation (SMN) exploité par une entreprise d'investissement, soit sur un Système interne à une entreprise d'investissement sans présentation de l'ordre sur un marché.

### 3/ Les marchés financiers ne fonctionnent pas comme des marchés de biens et services

Les marchés financiers jouant un rôle de plus en plus important dans nos sociétés, il est primordial de comprendre leur mode de fonctionnement pour cerner l'émergence des bulles financières et anticiper les possibilités de krach boursier. Trois modèles sont aujourd'hui mobilisés pour rendre compte des comportements financiers (Orléan, 2004 ; Diemer, 2011).

- La théorie financière a été développée dans les années 60 et 70, par Robert Merton, Harry Markowitz et Eugène Fama. Elle a cherché à fournir des méthodes d'évaluation de la valeur des titres cotés à partir de deux postulats : (i) les marchés financiers sont par essence efficaces, c'est-à-dire capables de réunir toute l'information disponible (prix du titre) pour permettre aux investisseurs de prendre les décisions qui s'imposent (ii). Il est toujours possible de décrire de manière exhaustive tous les états futurs de l'économie et d'attacher à chacun d'eux une probabilité (De la Vega, 2009). Ceux qui admettent la théorie de l'efficacité des marchés, admettent par conséquent « *that the marketplace of ideas somehow works out optimally... That broad diversification, without any regard for the current market situation, is the ideal* » (Shiller, 2002, p. 23).

Si l'on se place dans un univers incertain, on constate cependant que la théorie de l'efficacité a été amenée à poser une hypothèse très forte : l'anticipation optimale repose sur une seule variable pertinente, toute l'information disponible à l'instant  $t$ . Dans ces conditions, les opinions personnelles ou collectives des agents n'ont plus de raison d'être (l'anticipation perd son caractère subjectif). Ce résultat apparaît clairement dans l'article d'Eugène Fama (1965, p. 56) consacré à l'efficacité des marchés financiers : « *In an efficient market, on the average, competition will cause the full effects of new information on intrinsic value to be reflected 'instantaneously' in actual prices* ». **Les marchés financiers ont pour unique rôle de fournir l'estimation de la valeur fondamentale la plus fiable et la plus précise.** Notons, comme le souligne André Orléan (2004a, p. 244) qu'il n'est pas nécessaire pour que l'hypothèse d'efficacité soit valide que tous les investisseurs soient rationnels (évaluation correcte des titres conformément à leur valeur intrinsèque). La présence d'investisseurs irrationnels est effectivement possible, « *il en est ainsi lorsque les estimations de ces investisseurs... ne sont pas corrélées de telle sorte qu'en raison de la loi des grands nombres, elles se compensent mutuellement et annulent leurs effets, le prix demeurant au voisinage de la valeur fondamentale* » (Orléan, 2004a, p. 244). Étant capable de produire des estimations justes de la valeur fondamentale d'un titre, la théorie de l'efficacité se révèle donc inadaptée lorsque l'on cherche à comprendre l'apparition des bulles financières et à analyser la vraie nature d'une crise financière. Cette dernière est d'ailleurs conçue comme un accident, un choc exogène lié à une irrationalité momentanée des agents économiques (Malkiel, 2000). De là, il n'y a qu'un pas à faire pour surestimer les forces de rappel du marché (c'est le mythe de la flexibilité des prix) et prôner une restructuration de la finance à partir de marchés organisés (c'est la fameuse condamnation des marchés libres par les tenants de l'efficacité des marchés financiers).

- La « *Noise Trader Approach* » cherche à intégrer au cadre d'analyse des marchés financiers, la présence d'investisseurs ignorants, les *noise traders* (Kyle, 1985 ; Black, 1986). Ces investisseurs ignorants forment leurs anticipations sur la base de bruits (et non d'informations), de faux signaux ou de règles stratégiques (partisans de l'analyse technique des *charts* ou acteurs de tendance – achètent dans le cas d'une hausse, vendent dans le cas

d'une baisse). Contrairement à la théorie des marchés efficients, les investisseurs ignorants ne disparaissent pas du marché (effet de concurrence ou annulation des positions), ils constituent un groupe important qui a un impact sur les prix de marché. En s'appuyant sur les deux hypothèses suivantes – (i) les agents ne sont pas tous pleinement rationnels, leur demande pour des actifs risqués est affectée par leurs croyances ou leurs sentiments ; (ii) l'arbitrage (position des investisseurs rationnels) est risqué et donc limité – Shleifer et Summers (1990, p. 19) concluent qu'en présence d'investisseurs ignorants, le prix tend à s'écarter durablement de la valeur fondamentale sans que les agents rationnels ne puissent exercer leur rôle salutaire de contre-force. Ce résultat a des répercussions très importantes sur le fonctionnement des marchés financiers, il signifie que les agents rationnels ne peuvent plus se contenter de prendre une décision sur la seule base de la valeur fondamentale d'un actif, l'opinion des investisseurs ignorants constitue une variable à part entière des modèles : « *Not only do arbitrageurs spend time and money to predict noise trader moves, they also make active attempts to take advantage of these moves. When noise traders are optimistic about particular securities, it pays arbitrageurs to create more of them. These securities might be mutual funds, new share issues, penny oil stocks, or junk bonds ; anything that is overpriced at the moment... Just as entrepreneurs spend resources to built casinos to take advantage of gamblers, arbitrageurs build investment banks and brokerage firms to predict and feed noise trader demand* » (Shleifer, Summers, 1990, p. 26).

Le concept de rationalité prend ainsi une tournure nouvelle, il qualifie un agent qui connaît à la fois, toute l'information disponible (rationalité fondamentale) relative à un actif (ou un portefeuille d'actifs) et la valeur que le marché – sous l'influence des différents groupes d'acteurs – attribuera à cet actif dans les semaines et les mois qui viennent (André Orléan utilise le terme de *rationalité stratégique*). Il ouvre dans le même temps, de nombreuses perspectives pour comprendre l'apparition des bulles et des krachs financiers. De Long, Shleifer, Summers et Waldmann (1990) ont ainsi envisagé un modèle dans lequel les agents rationnels (*sophisticated investors*) sont amenés à manipuler l'action des investisseurs ignorants (*noise traders*) afin de créer une tendance haussière et d'accroître leur rentabilité financière : « *An arbitrageur selling an asset short when bullish noise traders have driven its price up must remember that noise traders might become even more bullish tomorrow, and so must take a position that accounts for the risk of a further price rise when he has to buy back the stock* » (1990, p. 705).

D'une certaine manière, la *Noise Trader Approach* peut être rapprochée de la finance comportementale (Shleifer, 2000) et de l'économie expérimentale. La finance comportementale renvoie à la fois aux travaux de Kahneman et Tversky (1979, 1986) et d'Akerlof et Shiller (2003, 2009) sur la psychologie des comportements en situation d'incertitude. La pensée humaine qui mène à l'action, serait ainsi davantage motivée par des raisons et des justifications qualitatives que des scénarios abstraits et des probabilités pondérées. Dès lors qu'il s'agit de cerner l'évolution attendue des prix, les investisseurs peuvent faire preuve d'une confiance excessive dans le système complexe de leurs jugements intuitifs et engager une démarche volontaire afin d'agir en fonction de ces jugements. De la même manière, les investisseurs peuvent accorder moins d'attention à certaines hausses de prix (en psychologie, ces anomalies expliquent un grand nombre d'erreurs faites par les individus) ou accorder plus d'attention à ce qui attirent l'attention des autres investisseurs. Enfin, certains succès réalisés dans le passé peuvent accroître le sentiment d'estime de soi (confiance en soi) et amener les investisseurs à être 'grisés' par ce succès ou au contraire à dégager un certain professionnalisme (habileté) dans la gestion d'actifs particuliers (Shiller, 2002). L'économie expérimentale apporte également sa contribution dans la mesure où elle suppose, par le biais d'expériences faites en laboratoire, que les bulles financières sont

compatibles avec une parfaite connaissance des valeurs fondamentales (les sujets étant isolés les uns des autres, il n'y a pas de dynamique collective).

- La finance autoréférentielle constitue davantage un programme de recherche qu'une théorie aboutie. Elle trouve ses origines dans l'approche dite des Conventions (Orléan, 1989, 1991), les travaux sur les processus cognitifs (Turner, 2001 ; Leahy, 2002 ; Bourguine, Nadal, 2004) et les croyances collectives (Orléan, 2004b). La finance autoréférentielle rejette à la fois l'hypothèse des marchés efficients, l'idée que des comportements irrationnels expliqueraient à eux-seuls l'apparition de bulles financières et le postulat qu'il existerait une valeur fondamentale objective, connue de tous les investisseurs (au sens du *Common Knowledge*). Elle s'est constituée autour du fait « *que les investisseurs ont à se soucier de l'opinion des autres, même lorsque cette opinion diffère de la valeur fondamentale, dès lors que cette opinion reçoit une adhésion suffisamment importante pour faire en sorte qu'elle influence l'évolution des cours* » (Orléan, 2004a, p. 258). En d'autres termes, les investisseurs agissent sur le marché en fonction non pas de leur évaluation personnelle de la valeur fondamentale, mais à partir de ce qu'ils croient que les autres croient (Diemer, 2000).

Ce système d'itérations constitue la clé de la finance autoréférentielle, on peut parler ainsi de « *l'autonomisation de l'opinion majoritaire* » ou de « *rationalité autoréférentielle* » (Orléan, 2004a, p. 260-261). Il suppose que « *la résolution des problèmes de coordination ne peut pas s'effectuer sur la seule base de la rationalité individuelle* » (Côme, Diemer, 1995, p. 37) mais bien sur la recherche de repères communs. La théorie du *point focal* de Schelling (1970) et le concept de *stratégie évolutionnairement stable* (SES) de Sugden (1989) constituent les points d'ancrage de la finance autoréférentielle. Le groupe cherchera à se coordonner sur des saillances (Lewis, 1969) susceptibles de polariser les croyances individuelles et de former la base d'un accord généralisé. C'est sur ce point focal que sera conçue la convention, et du même coup l'autonomisation des croyances collectives. La SES est une stratégie telle que « *si elle est suivie par tous les membres d'une population, aucune stratégie mutante ne peut envahir la population* » (Boyer, Orléan, 1994, p. 224). Ces concepts ont l'avantage de mettre l'accent, d'une part, sur le caractère auto-renforçant et partiellement arbitraire de la convention, et d'autre part, sur le rôle des *croyances collectives* (Orléan, 2004b) et des phénomènes *d'influence sociale informationnelle* (que l'on peut interpréter comme une *dynamique d'apprentissage collectif*).

Se pose ainsi la question de la véritable signification d'un prix de marché. André Orléan considère qu'à travers le prix, « *le marché boursier accède à une vie sociale autonome et oblige chacun à se positionner par rapport à lui* » (2004a, p. 261). En d'autres termes, le marché aurait - à l'image de la croyance collective du groupe (psychologie sociale) - des capacités cognitives lui permettant d'acquérir une existence effective et d'influer sur les comportements individuels. Il convient dès lors d'évaluer le marché au regard des transformations qu'il occasionne (processus de coordination), car ce sont ces transformations qui permettent de comprendre l'émergence et l'entrée en crise d'une convention (*évaluation ex post*). À chaque fois qu'une nouvelle information apparaît, il est ainsi possible d'identifier deux types de comportement : ceux qui utilisent l'information nouvelle et forment leur jugement sur cette seule base ; ceux qui n'utilisent pas cette information nouvelle et qui forment leur jugement sur la seule base du prix de marché (notons que dans ce dernier cas, le prix joue un rôle important tout en ne contenant plus aucune information). Les crises boursières et les bulles financières sont ainsi le reflet d'un enchaînement bien connu, celui du mimétisme (Artus, Kaabi, 1994). Étant donné que chacun se détermine par rapport aux autres, une petite perturbation peut conduire à un résultat disproportionné. C'est là un puissant mécanisme susceptible d'engendrer une profonde instabilité : dans le cas d'une baisse des cours, un sentiment de défiance peut se transformer en une crise systémique ; dans le cas

d'une hausse de cours, l'euphorie financière peut alimenter une croyance généralisée et une convention haussière.

Les deux dernières approches apportent un nouveau regard sur l'analyse des crises financières. Elles ne seraient pas liées à des comportements irrationnels mais bien au fonctionnement interne des marchés financiers (influence du groupe, croyances collectives, liquidité du marché). L'incertitude introduit dans le monde de la rationalité, un espace propice à l'imagination de l'esprit et aux caractéristiques individuelles. Dans la *Reformulation de la théorie quantitative de la monnaie*, Maurice Allais (1966) fait l'hypothèse que les marchés financiers tendent à démultiplier nos instincts passionnels. Un opérateur sera d'autant plus disposé à financer une entreprise qu'il sait qu'il pourra revendre facilement ses titres sur le marché. C'est cette possibilité de réévaluer de manière incessante le capital qui donne de la liquidité au marché et qui contribue dans le même temps à fragiliser les projets d'investissement. Ces phases d'orgie spéculative (Galbraith, 1961) ou d'euphorie financière (Minsky, 1993) déboucheraient inéluctablement sur l'accumulation de créances douteuses et de dettes insolubles. En d'autres termes, l'incertitude reprend ses droits lorsque la méfiance des uns l'emporte sur l'optimisme des autres. Appliquée au système bancaire, cela signifie que la suspicion s'installe dès qu'une banque fait l'objet de doutes quant à sa capacité à honorer ses engagements. *A court terme (la seule vision possible en cas d'incertitude), les opérateurs vont privilégier le ratio de liquidité plutôt que celui de solvabilité. Dès lors, dans un système interbancaire constitué en réseaux, il n'y a plus de limites à la propagation de la défiance et à l'effondrement du système en question.* Notons, et c'est là le point important de la « psychologie de masse », qu'au fur et à mesure que l'on se rapproche de l'état culminant de la défiance, se met en marche une fuite en avant vers la liquidité à partir d'évènements mineurs ou de faible ampleur.

**Tableau 2** : Placements des ménages français

<b>Principaux placements</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Monnaie fiduciaire	3.2	4.3	3.1	3.3
Dépôts à vue	7.2	- 3.1	19.6	17.3
Placements à vue (Livrets A, jeune, populaire...)	22.2	47.5	14.2	17.5
Placements à échéance (compte à terme)	24.2	18.4	- 18.9	- 1.4
Epargne contractuelle (PEL, PEP)	- 17.7	- 26.7	4.8	6.3
Placements en assurance vie	86.1	63.3	88.4	75.4
Titres de créance	8	3	3.9	0.6
Dont obligations	2.7	2.1	4.4	-
Titres d'OPCVM	6.3	- 2.4	- 13.9	- 20
Dont OPCVM monétaires	14.2	9	- 15.5	- 14.1
Dont OPCVM non monétaires	- 7.9	- 11.4	1.6	- 5.9
Actions	7.5	5.5	10.5	12.2
Dont actions cotées	- 0.3	- 1.7	2.8	0.0
<b>TOTAL</b>	<b>147</b>	<b>110.2</b>	<b>111.8</b>	<b>116.8</b>

Source : Banque de France, comptes nationaux, 25 mars 2011

Autrement dit, la question cruciale qui reste encore à résoudre, c'est comment faire face à ces mouvements de défiance généralisée et limiter les effets de contagion. Une piste de réflexion prometteuse peut être trouvée dans le champ de l'économie expérimentale. Les travaux de Smith, Suchanek et Williams (1988) ; Noussair, Robin et Ruffieux (1998) ont ainsi montré que les marchés d'actifs financiers pouvaient se révéler nettement moins efficaces que les marchés de biens et de services. Noussair et Ruffieux (2002) insistent notamment sur le fait que la nature des biens échangés sur les marchés financiers et les marchés de biens et services, serait différente.

Tableau 3 : la nature des biens échangés

Marchés de biens et services	Marchés financiers
Les biens et les services ont une valeur pour une seule période	Les actifs financiers ont une vie beaucoup plus longue
Les biens et les services sont vendus par des producteurs et achetés par des ménages. L'échange doit permettre de réaliser un surplus potentiel. Le prix de réservation du ménage est généralement plus important que le coût de production du vendeur	Les actifs financiers font apparaître une valeur fondamentale identique pour tous.
Les positions de vendeurs et d'acheteurs de biens et services se définissent préalablement à la formation de prix, on est vendeur ou on est acheteur	Le statut de vendeur ou d'acheteur dépend intrinsèquement des prix des actifs financiers.
Les acheteurs et les vendeurs ont des offres et des demandes limitées. A la fin d'une période, il n'y a plus d'échange qui soit mutuellement profitable	Les échanges peuvent se dérouler sur un laps de temps infini.
Chaque acheteur ou chaque vendeur connaît la valeur qu'il confère au bien avec certitude.	La valeur d'un actif peut être ignorée par tout ou une partie des traders
Convergence vers l'idée que les agents arrivent à obtenir une information correcte sur l'état du marché.	Certains agents ont de meilleures informations que d'autres sur la valeur des actifs (débit d'initiés)

Source : Noussair et Ruffieux (2002), Diemer (2011)

Il semblerait notamment que la durée de vie relativement longue de actifs financiers joue un rôle important dans l'apparition des bulles financières<sup>5</sup> et que la demande d'actifs ne soit pas une fonction décroissante du prix (en d'autres termes, plus le cours d'une action augmente, plus la demande pour cet actif sera élevée : l'investisseur parie sur une hausse continue des cours et n'est pas prêt à se retirer du marché sans avoir atteint ses objectifs de rentabilité).

#### 4/ De l'innovation à la fraude financière

Chaque crise est accompagnée de son cortège de fraudes, de délits d'initiés, de processus collusifs... Ces affaires sont inhérentes aux crises, elles rappellent qu'au-delà des explications économiques (la plupart rattachées à la rationalité des agents), il y a des raisons sociologiques, psychologiques et passionnelles (argent vs monnaie) contre lesquelles on peut difficilement lutter. Ce sont ces affaires à répétition qui minent la légitimité du capitalisme et engendrerait son autodestruction (Artus, Virard, 2005). Il semblerait cependant que l'histoire se répète inlassablement. L'inconséquence et la cupidité sont des forces plus importantes que le contrôle et la raison. Notre capacité à oublier les événements dramatiques de notre histoire laissent encore de beaux jours à la tyrannie des marchés.

Dans *le nouvel âge du capitalisme*, Elie Cohen (2005) a analysé la montée en puissance et la chute d'Enron<sup>6</sup> et de Vivendi. Il montre que ces firmes ont manipulé leurs comptes sociaux sans que les contrôles internes (auditeurs, administrateurs) et/ou externes (analystes, agences de notation, agences de régulation) n'aient rien décelé. A l'aide de procédés comptables et d'innovations financières (produits dérivés, *Special Purpose Entities*<sup>7</sup>...), Enron a fait croire à

<sup>5</sup> On notera en effet que la plupart des travaux (Forsythe, Palfrey, Plott, 1982, 1984 ; Friedman, Harrison, Salmon, 1984) qui sont venus étayer la thèse des marchés financiers efficients, supposent que la durée de vie des actifs ne dépassent pas trois périodes.

<sup>6</sup> Enron est le fruit de la fusion opérée en 1985 par Kenneth Lay entre Houston Natural Gas et Internorth, deux entreprises gazières possédant quelques réseaux de gazoducs dont le métier essentiel était la vente et le transport de gaz.

<sup>7</sup> Pour s'assurer une notation attractive, pour obtenir des financements préférentiels et attirer des investisseurs, Enron a cherché à réduire son endettement et à augmenter son cash-flow, tout en satisfaisant aux critères imposés par les agences de notation. Les *Special Purpose Entities* (SPE) sont des holdings créés par Enron pour détenir certains de ses actifs. Leur principal intérêt est d'être déconsolidé des comptes d'Enron. Ainsi, le poids de la dette et le risque éventuellement supporté par ces filiales n'affectent pas le bilan global de l'entreprise.

l'existence d'activités qui n'existaient pas et présenté des résultats imaginaires (dissimulation de dettes, gonflement de la valeur de certains actifs) de manière à encourager la hausse du cours des actions. Les auditeurs du cabinet Andersen ont porté une grande part de responsabilité dans ce scandale. Tout en sachant pertinemment que ces montages avaient pour unique but de masquer des pertes et étaient à la limite de la légalité, ils ont choisi de les valider jusqu'au bout. Ken Lay, son président, a fait prospérer son entreprise sous fond de dérèglementation et de lobbying. Enron a eu recours à des lobbyistes dont le travail consistait à rencontrer les responsables de tous les organes pouvant influencer la réglementation, de la Maison-Blanche à la Securities and exchange Commission, en passant par le Sénat, la Chambre des représentants, l'agence de protection de l'environnement, la réserve fédérale, les partis politiques..

Dans son rapport rendu public en janvier 2011, la *Commission américaine d'enquêtes* sur la *crise financière*, présidée par Phil Angelides, insiste sur le manque de transparence des principales institutions financières et sur la persistance de certaines croyances : *Panic fanned by a lack of transparency of the balance sheets of major financial institutions, coupled with a tangle of interconnections among institutions perceived to be "too big to fail," caused the credit markets to seize up. Trading ground to a halt. The stock market plummeted. The economy plunged into a deep recession*" (2011, p. xvi). Au-delà des chiffres qui donnent le tournis (plus de 26 millions d'Américains ont perdu leur travail, ne trouvent pas de travail à plein temps ou ont renoncé à en chercher ; près de quatre millions de familles ont perdu leurs maisons, et 4.5 millions ont pris du retard dans leurs versements mensuels ou sont en cours d'expulsion ; près de 11 milliards de dollars de richesse des ménages se sont évaporés dans la nature), les conclusions du rapport sont sans équivoques :

(i) La crise financière aurait pu être évitée. Les signes d'alerte existaient cependant ils ont été ignorés aussi bien par les experts de Wall Street que par la Réserve Federal ou les agences de notation financière. La défaillance généralisée reposerait ainsi sur une vaste fraude criminelle (Gayraud, 2011) dans laquelle tous les acteurs du système financier américain auraient trempé : « *The record of our examination is replete with evidence of other failures: financial institutions made, bought, and sold mortgage securities they never examined, did not care to examine, or knew to be defective; firms depended on tens of billions of dollars of borrowing that had to be renewed each and every night, secured by subprime mortgage securities; and major firms and investors blindly relied on credit rating agencies as their arbiters of risk. What else could one expect on a highway where there were neither speed limits nor neatly painted lines?*” (2011, p. xvii).

(ii) Les échecs dans la régulation et la supervision financières sont le résultat d'une foi largement acceptée dans le *"selfcorrecting nature of the markets and the ability of financial institutions to effectively police themselves"* (2011, p. xviii) et de près de 30 ans de dérèglementation ininterrompue<sup>8</sup> (politique défendue par l'ancien président de la Reserve Federal, Alan Greenspan, les différentes administrations, le Congrès et la puissante industrie financière). Le laxisme des uns (le gouvernement a permis aux sociétés financières de choisir leurs organismes de réglementation, engendrant une course à la plus faible supervision) se conjugue avec l'opportunisme des autres (le système financier a joué un rôle important dans l'affaiblissement des contraintes réglementaires sur les institutions, les marchés, les

---

<sup>8</sup> Dans son ouvrage *La grande Fraude, Crime, Subprimes et crises financières*, Jean-François Gayraud (2011) rappelle que la crise des caisses d'épargne américaines survenue dans les années 80 constitue le début de la formidable entreprise de dérégulation du système financier américain. Commencée sous l'ère du Président Reagan, la dérégulation (du Garn-St Germain Act de 1982 au Glass Steagall Act de 1999) a remis en cause tous les garde-fous établis par l'administration Roosevelt lors de la crise de 1929.

produits... de 1999 à 2008, les dépenses en matière de lobbying ont été estimées à près de 2.7 milliards de dollars !).

(iii) Les échecs en matière de gouvernance d'entreprise et de gestion des risques constitueraient l'une des principales causes de la crise : « *Our examination revealed stunning instances of governance breakdowns and irresponsibility... among other things, about AIG senior management's ignorance of the terms and risks of the company's \$ 79 billion derivatives exposure to mortgage-related securities; Fannie Mae's quest for bigger market share, profits, and bonuses, which led it to ramp up its exposure to risky loans and securities as the housing market was peaking; and the costly surprise when Merrill Lynch's top management realized that the company held \$ 55 billion in "super-senior" and supposedly "super-safe" mortgage-related securities that resulted in billions of dollars in losses* ». Les cinq grandes banques d'investissement Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch et Morgan Stanley opéraient sur les marchés avec peu de capitaux propres et des emprunts de courte durée. A la fin de l'année 2007, Bear Stearns avait 11.8 milliards de \$ en capitaux propres, 383.6 milliards de dollars de dettes et près de 70 milliards de \$ d'emprunt au jour le jour. Les effets de levier ont souvent été cachés "*in derivatives positions, in off-balance-sheet entities, and through "window dressing" of financial reports available to the investing public*" (2011, p. xx).

(iv) Le fait que le gouvernement et les hautes autorités financières aient été très mal préparés à la crise, a ajouté de l'incertitude et de la panique sur les marchés financiers (effet de contagion). Le rapport insiste notamment sur l'absence de plan global pour confiner la crise et de compréhension complète des interconnexions sur les marchés financiers. Bien que l'idée d'une bulle financière soit régulièrement évoquée, les hauts fonctionnaires considéraient qu'elle ne pouvait pas menacer le système financier dans son ensemble. Ainsi tout au long de l'été 2007, "*both Federal Reserve Chairman Ben Bernanke and Treasury Secretary Henry Paulson offered public assurances that the turmoil in the subprime mortgage markets would be contained* » (2011, p. xxi).

(v) L'érosion des normes de responsabilité et d'éthique a aggravé la crise financière. Elle a engendré d'importantes conséquences financières et érodé la confiance des investisseurs, des entreprises et du public dans le système financier. La fraude à l'hypothèque s'est ainsi épanouie dans un environnement de normes de crédit et de réglementation laxiste : « *The number of suspicious activity reports—reports of possible financial crimes filed by depository banks and their affiliates—related to mortgage fraud grew 20-fold between 1996 and 2005 and then more than doubled again between 2005 and 2009. One study places the losses resulting from fraud on mortgage loans made between 2005 and 2007 at 112 milliards de \$* " (2011, p. xxii). Dès septembre 2004, les instances de Countrywide ont reconnu que les prêts octroyés pourraient avoir des conséquences catastrophiques sur l'économie américaine. La crise serait ainsi le résultat d'erreurs humaines, d'erreurs de jugement et de méfaits

(vi) L'effondrement des normes de prêts hypothécaires associé à leur titrisation ont tous deux allumé la flamme de la contagion et de la crise financière. Dès que les prix des logements ont chuté et que les emprunteurs ont fait défaut, Wall Street s'est engagé dans une spirale négative. Aux yeux des membres de la commission, "*Many mortgage lenders set the bar so low that lenders simply took eager borrowers qualifications on faith, often with a willful disregard for a borrower's ability to pay. Nearly one-quarter of all mortgages made in the first half of 2005 were interest only loans. During the same year, 68% of "option ARM" loans originated by Countrywide and Washington Mutual had low- or no-documentation requirements*" (2011, p. 23). Avec la bénédiction de la Reserve Federal et de l'Office de Thrift Supervision, les pratiques frauduleuses sont devenues "monnaie courante" et particulièrement répandues. La titrisation n'aurait fait que propager la fraude à toute

l'Amérique et au monde entier, en complexifiant les produits en circulation (les fameux CDO), en augmentant leur rémunération (recherche de la rentabilité) et en introduisant un risque systémique.

(vi) L'innovation financière, notamment les produits dérivés évoluant sur les marchés de gré à gré, a largement contribué à la crise financière. Sociétés financières, entreprises commerciales, agriculteurs, investisseurs... tous ont utilisé les produits dérivés pour se couvrir ou spéculer sur les fluctuations de prix, de taux et d'indices, voire même les défauts de paiement sur les dettes potentielles. Echappant à tout contrôle, ces produits dont le montant avoisine les 673 milliards de \$, ont aggravé la situation de trois manières : (1) Tout d'abord, certains de ces produits, les CDS<sup>9</sup> (*Credit Default Swaps*), alimentés par la titrisation<sup>10</sup> des prêts hypothécaires, ont été vendus à des investisseurs qui souhaitaient se protéger contre l'inexécution ou la baisse de la valeur des titres hypothécaires garantis par des prêts à risques. Les sociétés (en l'occurrence AIG) qui ont proposé cette protection aux investisseurs (près de 79 milliards de \$), ont généré un puissant stimulant sur le marché financier et alimenté la bulle immobilière. (2) Les CDS ont été essentiels à la création de CDO (*Collateralized Debt Obligation*) synthétiques. Ces produits de finance structurés sont issus de montages complexes, ils répondent à des besoins tels que la réduction des coûts de refinancement, la volonté d'exploiter des opportunités d'arbitrage dans un portefeuille et le souhait de se défaire du risque de crédit. Les CDO ne seraient que des paris sur la performance des titres hypothécaires. Selon la Commission, ils auraient amplifié les pertes dues à l'effondrement de la bulle immobilière en permettant aux investisseurs de faire des paris multiples sur les mêmes titres. Ainsi, "*Goldman Sachs alone packaged and sold \$ 73 billion in synthetic CDOs from July 1, 2004, to May 31, 2007. Synthetic CDOs created by Goldman referenced more than 3,400 mortgage securities, and 610 of them were referenced at least twice. This is apart from how many times these securities may have been referenced in synthetic CDOs created by other firms*" (2011, p. xxv). (3) Enfin, lorsque la bulle immobilière a éclaté, la crise financière a tout emporté sur son passage. Les sociétés telles qu'AIG n'ont pu faire face à leurs engagements faute de réserves suffisantes en capital. Le gouvernement américain a dû engager plus de 180 milliards de \$ en raison des risques systémiques posés par l'effondrement d'AIG (existence de millions de contrats sur les produits dérivés entre les institutions financières internationales).

(vii) Les défaillances des agences de notation (Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's) ont été les rouages essentiels de la destruction financière. Les titres liés aux crédits hypothécaires n'auraient pas pu être commercialisés et vendus sans leur approbation. Ce sont leurs évaluations à la hausse qui ont accentué la volatilité de cours et leurs révisions à la baisse qui ont entraîné l'effondrement du marché. Dans son rapport, la Commission souligne que de 2000 à 2007, « *Moody's rated nearly 45 000 mortgage-related securities as triple-A. This compares with six private-sector companies in the United States that carried this coveted rating in early 2010. In 2006, alone, Moody's put its triple-A stamp of approval on 30 mortgage-related securities every working day. The results were disastrous: 83% of the*

---

<sup>9</sup> Les CDS sont des contrats de protection financière entre des acheteurs et des vendeurs (on parle ainsi couverture de défaillance ou de dérivés sur événement de crédit). L'acheteur de la protection verse une prime (ex ante) annuelle calculée sur le montant notionnel de l'actif (valeur de référence) au vendeur de la protection qui s'engage à compenser (ex post) les pertes de l'actif lorsque certains événements précisés dans le contrat surviennent. D'une certaine manière, les CDS ressemblent à des contrats d'assurance.

<sup>10</sup> La titrisation consiste à créer une société *ad hoc*, appelée SPV (*Special Purpose Vehicle*). Cette dernière va acheter un ensemble de créances peu liquides (prêts à la consommation, prêts immobiliers...), c'est ce qui composera son actif, et émettre d'autres créances plus adaptées aux besoins des investisseurs (ces créances concentrent généralement la totalité du risque crédit), c'est ce qui constituera son passif.

*mortgage securities rated triple-A that year ultimately were downgraded*” (2011, p. xxv). Les critiques de la Commission sont ici sévères : modèles d'ordinateurs défectueux, pression exercée par les sociétés financières qui ont payé les évaluations, politique agressive de conquête des parts de marché, manque de ressources malgré des bénéfiques records, absence de supervision publique significative...

Au final, la Commission a souhaité insister sur trois points essentiels. Le premier concerne la présence d'un excédent de liquidités. Si les conditions de la crise étaient toutes réunies (taux d'intérêt faibles, capital disponible, investisseurs cherchant à placer leur argent en biens immobiliers américains...), les membres de la commission précisent qu'un excès de liquidité n'entraîne pas de crise financière. Ainsi, c'est l'incapacité des acteurs du système financier à freiner les excès de l'hypothèque et des marchés qui est en cause ici. Le second revient sur le rôle des organismes parapublics (GSE), Freddie Mac et Fannie Mae. Là encore, le verdict est sans appel : ces sociétés parrainées par le gouvernement ont adopté des business model proches de ceux des sociétés cotées en bourse alors qu'elles recevaient des subventions et avaient une mission de service public. Leur exposition au crédit immobilier a été significative : près de 5 000 milliards de \$. Elles ont même utilisé leur pouvoir politique en dépensant 164 millions de \$ en lobbying de 1999 à 2007. Au troisième trimestre 2010, le Département du Trésor leur a fourni la somme de 151 milliards de \$ pour les remettre à flots. Fait important à signaler, la Commission considère que « *these two entities contributed to the crisis, but were not a primary cause. Importantly, GSE mortgage securities essentially maintained their value throughout the crisis and did not contribute to the significant financial firm losses that were central to the financial crisis. The GSEs participated in the expansion of subprime and other risky mortgages, but they followed rather than led Wall Street and other lenders in the rush for fool's gold. They purchased the highest rated non-GSE mortgage-backed securities and their participation in this market added helium to the housing balloon, but their purchases never represented a majority of the market*” (2011, p. xxvi). Les achats de titres adossés à des hypothèques ont ainsi représenté 10.5% en 2001, sont montés à 40% en 2004 pour retomber à 28% en 2008. Le troisième point aborde la question des objectifs de logement fixés par le Ministère du Logement et du développement urbain (HUD pour House, Urban Development) aux GSE. Trop ambitieux, ils auraient contribué à accroître leurs investissements dans les prêts hypothécaires à risque. La politique du logement aurait ainsi encouragé l'accession à la propriété à travers un ensemble de mesures incitatives et des programmes d'aides. Cette politique a été mise en place et promue par plusieurs administrations<sup>11</sup> (notamment celle de Bill Clinton et de Georges W. Bush). La commission mentionne notamment que “*As a nation, we set aggressive homeownership goals with the desire to extend credit to families previously denied access to the financial markets*” (2011, p. xxvii). D'une certaine manière, les différents gouvernements qui se sont succédés auraient omis de veiller à ce que la philosophie de l'égalité des chances corresponde à une réalité de terrain !

Si les causes de la crise financière sont à la fois financières et politiques, les conséquences sont quant à elles bien économiques et sociales. On peut alors se demander si les différents modèles sont susceptibles de faire face à un tel choc. La crise financière pourrait à la fois montrer les limites du modèle anglo-saxon (modèle dans lequel l'actionnaire et roi) et sonner le glas de la diversification du capitalisme.

---

<sup>11</sup> Voir le *Community Reinvestment Act* (CRA) promulgué en 1977.

## II. COEXISTENCE PACIFIQUE OU GUERRE DES CAPITALISMES ?

Au lendemain de la seconde guerre mondiale, les économies industrielles connurent une prospérité telle que l'on ne peut plus attribuer aujourd'hui ce phénomène, à l'heureuse conjoncture dite des « *trente glorieuses* » ! En effet, les travaux de Shonfield (1967), Piore et Sobel (1985), Boyer (1986), Albert (1991), Crouch et Streeck (1993), Hall et Soskice (2001, 2003), Amable (2003, 2004, 2005)... ont montré que les réalisations du capitalisme, tout aussi spectaculaires quelles soient, ont pris appui sur l'histoire, le caractère national des différentes économies, l'émergence d'institutions et leur synergie... Ainsi, à côté de la logique du capitalisme pur (définition et respect des droits de propriété, coordination par les marchés) derrière laquelle on découvre un ensemble de formes qui se seraient succédées de manière chronologique (capitalisme marchand, capitalisme industriel, capitalisme monopoliste d'Etat, capitalisme financier,...), apparaîtrait celle de la diversité ou de la variété du capitalisme.

### *1/ De la diversité du capitalisme au modèle anglo -saxon*

D'un point de vue historique, la diversité du capitalisme a été analysée sous deux angles différents. Dans un premier temps, cette diversité a consisté à ériger les différents systèmes nationaux en modèle idéal (Diemer, 2004). Ainsi, il fallait être français dans les années 60, suédois ou japonais dans les années 70, allemand ou anglais dans les années 80, hollandais dans les années 90, danois dans les années 2000. Ces modèles nationaux ont eu des répercussions non négligeables sur la construction européenne : planification à la française, gestion allemande de la monnaie, temps partiel hollandais, flexibilité danoise... Dans un second temps, cette diversité a suggéré l'existence d'une combinaison de variables institutionnelles interdépendantes. Six éléments sont de nature à devenir les piliers de la diversité du capitalisme : la relation Marché/Etat/Société civile ; l'articulation entre politiques conjoncturelles et politiques structurelles ; la politique sociale ; la gouvernance des entreprises ; le dialogue social ; les valeurs sociales. Cette alchimie constitue aujourd'hui une piste de réflexion très intéressante (Diemer, 2011).

Toutefois, au fur et à mesure que l'on vantait les mérites de la variété du capitalisme, cette dernière fût confrontée à deux faits importants : la montée en puissance du modèle anglo-saxon et la disparition du bloc communiste.

- Initiée dans les années 80 en Angleterre et aux Etats Unis, avec Mme Margaret Thatcher et Mr Ronald Reagan, le modèle anglo-saxon marque le renouveau du libéralisme économique. Décomplexé, ce dernier expose au grand jour, les préceptes qui forgeront un monde sans frontières : le Consensus de Washington instaurant le libre échange et lançant le processus de mondialisation, la politique monétaire restrictive de la FED imposant la lutte contre l'inflation comme un objectif prioritaire des banques centrales indépendantes, la libéralisation des marchés de capitaux associée à la globalisation financière (les trois D, pour Déréglementation, Désintermédiation, Décloisonnement), la déréglementation des monopoles publics accusés de s'approprier des rentes illégitimes, la flexibilité du marché du travail présentée comme le seul remède au chômage...

- La dislocation de l'URSS constitue l'autre grand fait important de cette fin de vingtième siècle. La mise à terre de « l'ogre communiste » sera présentée comme une victoire du capitalisme. L'économie de marché se serait ainsi totalement et définitivement imposée. Le monde ne sera cependant pas orphelin très longtemps, la chute du mur de Berlin a sonné le glas de la réunification allemande, l'Europe peut continuer de s'étendre vers l'Est et l'Euro semble lui donner la puissance monétaire et économique qui lui manquait, la Chine s'éveille

et pose les bases d'une transition vers l'économie de marché... devant lesquelles les désaccords politiques internationaux s'estompent face aux intérêts commerciaux.

Ces deux faits sont interdépendants, ils ouvrent une nouvelle page dans la longue évolution du capitalisme. En effet, une fois la victoire passée, les différents systèmes (nationaux) sont entrés frontalement en compétition afin de prouver leur valeur et imposer leur suprématie. Cette source de tensions a amené certains économistes à prophétiser une victoire du modèle anglo-saxon et une convergence irrémédiable vers le crédo libéral : « *Des deux variantes du capitalisme, l'américain et le rhénan, le second est globalement plus performant que l'autre. Aussi bien sur le plan social qu'en matière strictement économique. Or c'est le premier... qui gagne du terrain depuis le début des années 80, psychologiquement et politiquement* ». (Michel Albert, 1991, p. 217). Ainsi, la règle de Gresham, « la mauvaise monnaie chasse la bonne » serait en passe de s'appliquer en matière de capitalisme. Le capitalisme américain gagnerait progressivement du terrain au Japon, en Allemagne, en France... et dans la plupart des pays en développement (notamment les pays d'Amérique Latine). A partir des années 90, ce modèle prend des traits spécifiques. D'un point de vue financier, il rappelle que les entreprises anglo-saxonnes sont principalement financées par l'émission d'actions et non plus l'endettement bancaire, que leur capital est détenu par des investisseurs institutionnels parmi lesquels on compte les fonds de pension, les assurances..., que leur gestion privilégie l'intérêt de l'actionnaire à tout autre partenaire (salariés, clients, sous-traitants...) et donc, un niveau élevé de rentabilité des capitaux. D'un point de vue économique, il se traduit par un taux de chômage faible et une flexibilité prononcée des salaires sur le marché du travail. Invoquer la montée en puissance du modèle anglo-saxon traduirait ainsi une dynamique de convergence, processus qui se serait intensifié dans les années 90 et 2000.

La récente crise financière semble cependant avoir ébranlé les fondements de l'orthodoxie libérale et avec elle, les bases du modèle anglo-saxon. Certains n'hésitent pas à signaler que le modèle dominant ne serait pas forcément le plus efficace et que les prétendues rigidités nationales pourraient être de puissants garde-fous à la contagion générale. Au lendemain de cette crise, que l'on compare par son ampleur à la crise de 1929, beaucoup s'interrogent sur la coexistence « pacifique » des différentes formes de capitalisme. Est-ce que les vertus du modèle anglo-saxon ont définitivement sombré avec la crise des subprimes ? Est-ce que nous ne sommes pas en train d'assister aux prémices d'une « guerre des capitalismes » ? Est-ce que la pérennité de la variété du capitalisme repose, comme l'avancent certains, sur la présence d'une autorité de régulation supranationale, sur la réforme des institutions internationales et la définition d'un socle de règles communes minimales ? La situation actuelle est porteuse d'incertitudes à plusieurs niveaux.

## 2/ La fin du modèle libéral ?

En partant des Etats-Unis et en se propageant dans le monde entier, la crise financière a révélé les limites d'un certain libéralisme débridé et de son modèle, le modèle anglo-saxon. Tous les pays qui ont adopté une politique de dérèglementation et de libéralisation de leur économie (baisse de la fiscalité, développement des places financières, investissement dans le secteur immobilier...), à savoir les Etats-Unis, le Royaume-Uni, l'Islande, l'Irlande, l'Espagne... ont été très durement touchés par la crise, au point de soulever un vent de contestation politique (élections législatives en Irlande, le 25 février 2011 ; refus de la société civile islandaise de rembourser les créanciers anglais et hollandais) et sociale (politiques d'austérité remises en cause par la population grecque et espagnole). On pourrait penser, au sortir de la crise, que le modèle anglo-saxon a fait son temps et que d'autres modèles pourraient bien lui succéder dans les prochaines années. Or rien n'est moins sûr.

D'une part, loin de se circonscrire à ces seuls pays, la crise du capitalisme financier s'est généralisée à l'ensemble du globe et a dégénéré en crise de la dette publique lorsque les Etats ont volé au secours des banques commerciales. Le risque systémique n'a ainsi épargné personne et la plupart des pays ont enregistré une hausse significative de leur dette de 2007 à 2010.

*Tableau 4 : Dette publique des pays européens (% du PIB)*

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Belgique	107,9	106,6	103,5	98,5	94,2	92,1	88,1	84,2	89,6	96,2	96,8
Bulgarie	72,5	66	52,4	44,4	37	27,5	21,6	17,2	13,7	14,6	16,2
République tchèque	18,5	24,9	28,2	29,8	30,1	29,7	29,4	29	30	35,3	38,5
Danemark	52,4	49,6	49,5	47,2	45,1	37,8	32,1	27,5	34,5	41,8	43,6
Allemagne	59,7	58,8	60,4	63,9	65,8	68	67,6	64,9	66,3	73,5	83,2
Estonie	5,1	4,8	5,7	5,6	5	4,6	4,4	3,7	4,6	7,2	6,6
Irlande	37,8	35,6	32,2	31	29,7	27,4	24,8	25	44,4	65,6	96,2
Grèce	103,4	103,7	101,7	97,4	98,6	100	106,1	105,4	110,7	127,1	142,8
Espagne	59,3	55,5	52,5	48,7	46,2	43	39,6	36,1	39,8	53,3	60,1
France	57,3	56,9	58,8	62,9	64,9	66,4	63,7	63,9	67,7	78,3	81,7
Italie	109,2	108,8	105,7	104,4	103,9	105,9	106,6	103,6	106,3	116,1	119
Chypre	48,7	52,1	64,6	68,9	70,2	69,1	64,6	58,3	48,3	58	60,8
Lettonie	12,3	14	13,5	14,6	14,9	12,4	10,7	9	19,7	36,7	44,7
Lituanie	23,7	23,1	22,3	21,1	19,4	18,4	18	16,9	15,6	29,5	38,2
Luxembourg	6,2	6,3	6,3	6,1	6,3	6,1	6,7	6,7	13,6	14,6	18,4
Hongrie	54,9	52	55,6	58,3	59,1	61,8	65,7	66,1	72,3	78,4	80,2
Malte	55,9	62,1	60,1	69,3	72,2	69,9	63,4	62	61,5	67,6	68
Pays-Bas	53,8	50,7	50,5	52	52,4	51,8	47,4	45,3	58,2	60,8	62,7
Autriche	66,5	67,1	66,5	65,5	64,8	63,9	62,1	60,7	63,8	69,6	72,3
Pologne	36,8	37,6	42,2	47,1	45,7	47,1	47,7	45	47,1	50,9	55
Portugal	48,5	51,2	53,8	55,9	57,6	62,8	63,9	68,3	71,6	83	93
Roumanie	22,5	25,7	24,9	21,5	18,7	15,8	12,4	12,6	13,4	23,6	30,8
Slovénie	:	26,8	28	27,5	27,2	27	26,7	23,1	21,9	35,2	38
Slovaquie	50,3	48,9	43,4	42,4	41,5	34,2	30,5	29,6	27,8	35,4	41
Finlande	43,8	42,5	41,5	44,5	44,4	41,7	39,7	35,2	34,1	43,8	48,4
Suède	53,9	54,7	52,5	51,7	50,3	50,4	45	40,2	38,8	42,8	39,8
Royaume-Uni	41	37,7	37,5	39	40,9	42,5	43,4	44,5	54,4	69,6	80

Source : Eurostat (2011)

D'autre part, les pays associés au modèle anglo-saxon, ont fait le pari qu'ils pourraient relever leur économie en s'engageant dans un programme d'austérité sans précédent.

Si ce choix s'avère payant (et il le sera si les marchés financiers et les agences de notation considèrent que les plans proposés sont crédibles), tout porte à croire que le modèle anglo-saxon se relèvera de ses cendres plus rapidement que prévu, ce qui annihilerait tout espoir de refonte du système économique et financier international.

Au Royaume-Uni, le PIB a baissé de 0,5 % au quatrième trimestre 2010. Le gouvernement britannique s'est engagé dans une course au rétablissement des finances publiques, avec à la clé, une forte réduction des prestations familiales, la division par deux des aides au logement, le relèvement des loyers HLM, la multiplication par trois des frais d'inscription à l'université...). Au final, la dépense publique a été réduite de 2% au dernier trimestre 2010. L'année 2011 semble prolonger un certain nombre de mesures votées en 2010. Ainsi, le 4 janvier 2011, le taux de TVA est passé de 17.5% à 20%. Le gouvernement a également

annoncé la suppression de 250 000 fonctionnaires (sur un total de 500 000) et une réduction de 4% des dépenses publiques (soit l'équivalent de 30 milliards d'€).

De son côté, l'Espagne qui avait connu une croissance importante tirée par la libéralisation de son économie, a présenté pour 2011, un budget visant à réduire drastiquement les déficits publics (11.1% en 2009, 9.3% en 2010, 6% en 2011). Le plan d'austérité prévoit une diminution de 16% des dépenses des ministères et de 7.9% des dépenses de l'Etat. Les fonctionnaires ont été frappés d'une baisse de 5% de leurs salaires. A cela s'est ajoutée une hausse de l'impôt sur les revenus les plus élevés (1 point pour les revenus de plus de 120 000 euros, 2 points pour ceux supérieurs à 175 000€).

**Tableau 5 : Restrictions budgétaires annoncées dans la zone euro en mai 2010**  
(Mesures discrétionnaires, en % du PIB)

Pays	2010	2011	2012	2013
Autriche	- 0.5	0.2	0.5	0.5
Belgique	0.7	0.5	0.5	0.5
Finlande	- 1.0	0.2	0.0	0.0
France	0.0	0.6	0.6	0.6
Allemagne	- 1.5	0.4	0.2	0.2
Grèce	7.0	4.0	2.0	2.0
Irlande	3.0	2.0	1.5	1.0
Italie	0.5	0.8	0.4	0.4
Pays Bas	- 1.0	0.7	0.7	0.7
Portugal	2.5	3.1	1.5	1.5
Espagne	2.5	2.9	2.0	2.0
Autres	0.3	0.5	0.5	0.5
Zone Euro	0.2	1.0	0.7	0.7

Source: Barclays Capital (2010), Benassy-Quere, Boone (2010, p. 3)

Toutes ces mesures risquent de peser sur les perspectives de croissance de l'Irlande, du Royaume-Uni et de l'Espagne, cependant elles sont un moyen d'affirmer aux marchés financiers que le modèle anglo-saxon est capable de mettre en place les réformes voulues et de donner une leçon de pragmatisme à la communauté mondiale.

### 3/ Des déséquilibres mondiaux à la crise de l'euro zone

Au niveau macroéconomique, les déséquilibres traduisent des écarts entre épargne et investissement dans chaque pays. Avec la crise financière, ces derniers ont cependant pris des proportions déconcertantes en raison de plusieurs facteurs (Al-Jasser, 2011, p. 2) :

- (i) Toutes les économies mondiales sont concernées, au premier rang desquelles on peut citer les Etats-Unis ;
- (ii) Après s'être légèrement ralenti, le problème s'est de nouveau accentué durant l'année 2010 ;

**Tableau 6 : Soldes du compte des transactions courantes des principales économies**

Pays	2007	2008	2009	2010*
Allemagne	254	245	163	200
Chine	372	436	297	270
Etats Unis	-718	-669	-378	-466
Japon	211	157	142	166

Source : FMI, octobre 2010 (l'estimation pour l'année 2010\* est une prévision), en milliards de \$

- (iii) Le système financier qui est à l'origine du financement des déséquilibres, a été remis en cause par la crise financière ;
- (iv) L'augmentation des déséquilibres de la balance courante dans les pays de la zone euro.

Tableau 7 : excédent ou déficit commercial dans l'UE des 27

Pays	Balance commerciale	
	Jan – août 2009	Jan – août 2010
Allemagne	86.4	96.7
Irlande	26	27.8
Pays – Bas	23.9	25.1
Belgique	8.3	10.7
Danemark	4.7	6.4
Suède	6.2	4.1
Hongrie	2.1	3.5
Portugal	- 12.8	- 13
Grèce	- 19.1	- 15.6
Italie	- 3.1	- 15.5
Espagne	- 28.7	- 34.6
France	- 33.9	- 40.1
Royaume Uni	- 62	- 74.1

Source : Eurostat, novembre 2010 (en milliards d'€)

Selon Barnes, Lawson et Radziwill (2010), ces déséquilibres seraient beaucoup plus importants et plus marqués que ceux observés dans les dernières décennies. Les fondamentaux économiques (spécialisation allemande) y joueraient un rôle important, cependant ils n'expliqueraient pas entièrement l'ampleur des déséquilibres au cours de la dernière décennie. Durant la phase d'explosion du crédit à l'échelle mondiale, le système financier de la zone euro aurait pris des risques excessifs qui ont abouti, dans quelques pays, à une augmentation insoutenable du crédit et à une flambée des prix des actifs et de l'immobilier. Ce processus a contribué au creusement d'importants déséquilibres au sein de la zone euro. Les banques ont joué un rôle majeur dans la transmission des ressources financières des économies affichant des excédents importants vers les pays déficitaires, ce qui a conduit, dans certains cas, à l'accumulation de risques considérables pour les emprunteurs comme pour les prêteurs. Par la suite, l'accumulation massive des dettes souveraines aurait « rendu les économies déficitaires vulnérables face aux chocs, compliqué leur redressement après la crise financière mondiale et remis en cause la stabilité de la zone euro » (2010, p. 2).

Tableau 8 : indicateurs économiques

PAYS	Inflation (oct 09 – 10)	PIB (milliards €)	DEFICIT PUBLIC	DETTE PUBLIQUE
Allemagne	1.3%	2397	72 (3%)	1760 (73.4%)
Belgique	-	339	20 (6%)	<b>326 (96%)</b>
Espagne	2.3%	1053	117 ( <b>11.1%</b> )	560 (53%)
France	1.8%	1907	143 (7.5%)	1489 (78.1%)
Grèce	5.2%	235	36 ( <b>15.4%</b> )	<b>298 (126.8%)</b>
Irlande	- 0.8%	159	22 ( <b>14.4%</b> )	104 (65.5%)
Italie	2%	-	(5.3%)	<b>(116%)</b>
Portugal	-	168	15 ( <b>9.3%</b> )	127 (76.1%)
Suède	1.6%	3108	28 (0.9%)	1300 (41.9%)

Source : Banque de France, décembre 2010

Cette situation empêcherait toute solution de sortie de crise. En effet ceux qui enregistrent un excédent commercial (l'Allemagne, les Pays Bas, la Belgique) refusent de coopérer avec ceux qui font face à un déficit commercial (le Royaume-Uni, la France, l'Espagne, la Grèce, l'Italie et le Portugal). La correction des déséquilibres extérieurs, dans les pays déficitaires comme dans les pays excédentaires, devrait donc être longue et difficile (Standard & Poor, 2011). Ce qui laisse présager certaines tensions au sein même du capitalisme européen.

#### *4/ Crise de l'Eurozone et remise en cause du capitalisme européen ?*

La crise grecque a pris au dépourvu tous les partenaires européens (déclaration des autorités allemandes visant à refuser toute intervention, proposition d'un membre du gouvernement allemand que la Grèce vende l'une de ses îles...), les obligeant à contourner l'esprit du Traité: des prêts ont été débloqués à la Grèce, un Fonds Européen de Stabilité financière a été créé, la BCE est intervenue en procédant à des achats fermes d'obligations de certains Etats en difficulté. La zone européenne se trouve aujourd'hui face à un dilemme (Bénassy-Quéré, Boone, 2010), il lui faut à la fois (i) préserver le marché des dettes souveraines, en dépit du fait que de nombreux états seront amenés à restructurer leur dette au cours des prochains mois ou des prochaines années (exemple de la Grèce au mois de mai 2011) ; (ii) coordonner les politiques d'ajustement budgétaire sans nuire à la reprise ; (iii) redéfinir le cadre de gouvernance économique de la zone euro.

##### *a. La préservation du marché des dettes souveraines et de la stabilité financière*

La plupart des titres de dette grecs, irlandais, italiens, portugais et espagnols sont détenus par des non résidents, notamment par les institutions financières des pays de la zone euro. En mars 2010, Sylvain Broyer et Costa Brunner ont cherché à estimer le montant et la part des titres de dettes publiques européennes détenus à l'étranger à partir de la base statistique conjointe de la Banque mondiale, du FMI, de la BIS et de l'OCDE. L'analyse sectorielle (agents détenteurs : autorités monétaires, banques, compagnies d'assurance, fonds, gouvernement et secteur non financier) et géographique tendait à souligner la réelle fragilité du système européen (tableau 4). Si un défaut de paiement ou une restructuration de la dette d'un pays peut être absorbé par la zone euro, sa contagion à plusieurs pays pourrait déclencher une autre crise bancaire. Sylvain Broyer et Costa Brunner (2010) ont donné un large éventail de cette interaction : (i) les fonds et assureurs français détiennent 16% des titres publics du Portugal, les banques allemandes en ont 13% ; (ii) les fonds et assureurs français détiennent 8% des titres grecs, les banques allemandes et les banques françaises 6.2% ; (iii) les banques anglaises détiennent 9.6% des titres de la dette publique irlandaise, les assureurs et fonds français 8% ; (iv) les banques allemandes détiennent 9% des titres de dette espagnole ; (v) le Luxembourg détient 6% des titres publics allemands, le Japon 5% ; (vi) 43% des titres des Pays-Bas sont détenus dans les portefeuilles, allemands et britanniques.

En avril 2010, la Banque des Règlements Internationaux avait estimé que l'exposition bancaire totale de la France et de l'Allemagne vis-à-vis de la Grèce, de l'Irlande, du Portugal et de l'Espagne représentait près de 15% de leur PIB. Une décote même limitée des dettes publiques pourrait mettre en péril le système bancaire de la zone euro et impliquer la dégradation des signatures de la France et de l'Allemagne (au 4<sup>ème</sup> trimestre 2008, sur 11 pays concernés, les banques françaises détenaient près de 20 millions de dollars de titres grecs, les banques allemandes près de 23.5 millions de \$).

Tableau 9: Détention géographique et sectorielle des titres (millions de \$, T4 – 2008)

Emis par Détenus par	Allemagne	R-U	France	Italie	Espagne	Pays-Bas	Irlande	Grèce	Portugal
<b>France</b>	140.4	31.2	-	175.1	57.6	77.8	13	54.6	32.6
- Autorités monétaires	5.2	0.1	-	14	2.7	2.1	0.6	7.4	3.8
- Banques	65.8	10.6	-	73.2	16.4	14.7	4.1	20.2	8.6
- Autres institutions finan	65.9	19.1	-	83.7	37.1	57.2	7.9	25.1	19.6
- Gouvernement	1.6	0.2	-	1.6	0.6	0.8	0.1	1	0.3
- Secteur non financier	2.1	1.2	-	2.5	0.9	3	0.3	0.9	0.4
<b>Allemagne</b>	-	21.6	87.8	115.1	58.4	54.9	16.5	30.9	20
- Banques	-	10.7	43.5	78.1	40	23.8	9.4	23.5	16
- Non Banques	-	10.9	44.3	37	18.4	31.1	7.2	7.3	4
<b>Italie</b>	46.5	8.5	46.8	-	8.2	23.8	4.8	21.8	5.5
- Autorités monétaires	7.2	0.0	5.7	-	0.9	0.4	0	0	0
- Banques	5.1	1.8	5.2	-	1.5	1.9	2.8	0.6	2.2
- Autres institutions finan	24.3	4.0	28.4	-	5.5	13	2	15	3.1
- Gouvernement	0.3	0.2	0.4	-	0	0.3	0	0.1	0
- Secteur non financier	9.6	2.6	7.2	-	0.3	8.4	0	0.7	0.2
<b>Pays Bas</b>	56.1	8	60	54.2	16.2	-	3.1	16.9	4.5
- Autorités monétaires	4.6	0	3.5	2	0.2	-	0.1	0.6	0.3
- Banques	14.6	1.3	6.6	10	6.9	-	0.7	6.3	2.1
- Autres institutions finan	36.5	6.5	49.3	42.1	9.1	-	2.3	9.8	2.1
- Secteur non financier	0.4	0.3	0.5	0	0	-	0	0.3	0
<b>Royaume – Uni</b>	67.6	-	59.1	62.2	18.5	40.2	12.9	10.3	4.4
- Banques	36.8	-	31.5	45.4	13.9	22.3	9.4	6.6	3.9
- Autres institutions finan	29.7	-	26.5	16.3	4	17.6	3.4	3.5	0.4
- Secteur non financier	1.0	-	1.1	0.5	0.6	0.4	0.2	0.2	0.1
<b>Suisse</b>	36	5.1	32.3	5.8	4.8	18.1	1.9	2.5	1.2
<b>Irlande</b>	36.9	42.8	35.1	83.1	17.2	14.5	-	9.5	7.6
<b>Belgique</b>	19.3	5	31.1	44.2	10.7	30.8	4.4	18.7	7.7
<b>Luxembourg</b>	93.5	16.8	83.8	77.1	19	32.7	6.6	16.5	6.7
<b>Etats Unis</b>	42.9	44.6	35.4	10.3	8.4	31.6	5.0	0.9	0.3
<b>Japon</b>	78.6	19.8	61.3	40.4	5.3	23.8	4.6	6.8	1.3
- Banques	20	5	12	2.9	0.4	6.3	2.5	0	0
- Autres institutions finan	48.8	10.4	43.8	35.9	4.9	9.3	1	6.4	1.3
- Gouvernement	0.4	0	0	0.3	0	0	0	0	0
- Secteur non financier	9.3	4.4	5.6	1.3	0.1	8.1	1.1	0.3	0
Titres de dette publique détenus par les 11 pays listés	617.7	203.6	532.9	667.5	224.4	348.2	72.8	189.3	91.8
Titres de dette publique détenus par les non résidents	1138.5	322.2	1055.8	982	284.3	347.4	80.3	253	121.2
Titres de dette publique émis (total)	1549.7	927.8	1490.5	1867.1	446.9	404.6	97.7	324.4	122.7

Source : Broyer, Brunner, Natexis (2010)

Face à cette situation difficile, le Conseil de l'UE a décidé le 9 mai 2010 de créer une structure destinée à couvrir les besoins de refinancement des pays en crise avant que ces derniers ne deviennent insupportables. Il faudra cependant attendre près d'un mois avant que la création d'une Facilité Européenne de Stabilisation Financière (FESF)<sup>12</sup> ne soit réellement

<sup>12</sup> Cette Facilité, créée pour trois ans et destinée aux pays de la zone euro, permet de lever jusqu'à 440 milliards d'euros pour prêter à un Etat membre les fonds qu'il ne serait plus en mesure d'emprunter sur les marchés ou à des conditions trop élevées. Cette levée de fonds par la FESF est assortie d'une garantie irrévocable et inconditionnelle apportée par les membres de la zone euro, au prorata de leur part dans le capital de la Banque centrale européenne ajustée pour chaque opération de soutien. L'entité chargée de gérer la Facilité est une société anonyme localisée à Luxembourg. Cette société (dont le capital de départ est de 30 millions d'euros) n'est pas une institution de crédit soumise aux dispositions légales en vigueur au Luxembourg pour ce type d'institution.

effective (accord du 7 juin 2010 passé entre les 16 Etats qui étaient membres de la zone euro à cette date). C'est donc la Banque Centrale Européenne qui s'est proposée le 10 mai 2010 de se porter « acheteur en dernier ressort ». Techniquement, la BCE peut se porter acquéreur de titres de dettes publiques, cependant l'article 21.1 du protocole n°4 sur les statuts du SEBC et de la BCE (TUE, 2008) stipule que : « Conformément à l'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, il est interdit à la BCE et aux banques centrales nationales d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la BCE ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite ». Cette interdiction qui avait pour objet de supprimer toute possibilité de recourir à la monétisation de la dette publique afin de sauvegarder les fondements de l'UEM (Pacte de Stabilité et de Croissance, processus inflationniste de la monétisation de la dette publique, indépendance de la BCE...) a ainsi été remise en cause. Il semblerait que deux raisons aient motivé ce choix (Quéré-Bénassy, Boone, 2011) : (i) il fallait de toute urgence débloquer certains marchés obligataires afin que les titres puissent être négociés (voir la situation de la Grèce de 2009 à 2010) ; (ii) il était nécessaire d'assurer la stabilité financière du système européen. La BCE a ainsi débloqué près de 40 milliards d'€ de dettes. Cette stratégie soulève bien entendu de nombreuses questions. Premièrement, le retour d'une inflation risque de perturber les ajustements de dettes. Deuxièmement, le bilan de la BCE s'est quelque peu détérioré (pertes qui doivent être mesurées). Troisièmement, l'intervention de la BCE induit un risque d'aléa moral (les banques européennes pourraient être tentées de transférer les risques sur la BCE, c'est le scénario de la « Bad Bank » qui réapparaît). Quatrièmement, la BCE pourrait être amenée à mettre en place une stratégie de défaut partiel (la perte occasionnée dépendrait de la décote négociée par rapport au prix d'achat des obligations d'Etat).

Ce dernier point fait l'objet actuellement d'un vaste débat dans la zone euro. L'hypothèse d'une restructuration de la dette grecque divise les forces en présence. Plusieurs scénarii sont envisagés. *La restructuration brutale de la dette*<sup>13</sup> (327 milliards d'€, soit 150% du PIB) avec une décote de 30% a été rejetée par les responsables européens, elle semble toutefois avoir la préférence des investisseurs financiers. En effet, les réformes structurelles s'effectuent aujourd'hui dans un contexte particulièrement difficile : d'une part les marchés financiers estiment que la probabilité de défaut de certaines dettes souveraines européennes n'est pas nulle ; d'autre part, les agences de notation menacent régulièrement les pays concernés de dégrader leur note crédit (le 9 mai dernier, l'agence Standard & Poor a abaissé les notes de la Grèce à court et long termes : la note de la dette à long terme est passée de BB- à B, la note de court terme est passée de B à C). Il ne va pas sans dire qu'un tel scénario fragiliserait la Grèce, le bilan financier de la BCE (des milliards de pertes) et pourrait provoquer un effet de contagion (Portugal, Irlande, Espagne...). *La restructuration souple*, préconisée par le chef de file de l'Euro-groupe, M. Juncker, s'appuierait sur un rééchelonnement des échéances de remboursement (investisseurs publics et privés) qui pourrait être accompagnée d'une baisse

---

En cas de demande d'un Etat membre de bénéficier de cette Facilité, la Commission, en liaison avec la Banque centrale européenne et le Fonds Monétaire International, fait une proposition sur une « facilité de prêt » aux pays membres de la zone euro qui en prennent ensuite la décision à l'unanimité. La FESF est chargée d'obtenir le financement sur les marchés, et d'octroyer les prêts, avec le concours technique d'autres institutions, notamment la Banque Européenne d'Investissement (BEI) et la Finanzagentur (agence de la dette publique allemande).

<sup>13</sup> Un an après le plan de sauvetage européen, le déficit public pour 2010 vient d'être revu à la hausse, de 9,4 % à 10,5 % du PIB.

des taux d'intérêts<sup>14</sup>. Cette solution nettement moins douloureuse obligerait cependant les banques à passer des provisions conséquentes. Elle sèmerait également le doute parmi les investisseurs sur la crédibilité de la zone euro (malgré des conditions de rendement attractives, 15% par an sur dix ans, 23% sur deux ans, les investisseurs ont quelque peu déserté le marché de la dette grecque, c'est principalement la BCE qui assure aujourd'hui la transition). La contagion est donc toujours possible. *Un nouveau plan d'aide*, préconisé par l'ancien directeur du FMI, Dominique Strauss-Kahn, pourrait éviter une restructuration inefficace et qui ne ferait que reporter le problème (en 2012, la Grèce devra lever 27 milliards d'€ pour faire face à ses besoins). Cette aide sera conditionnée par l'évolution du plan d'ajustement (accélération des privatisations, lutte contre l'évasion fiscale...) sur lequel la Grèce s'est engagée en échange du prêt de 110 milliards obtenu sur 3 ans.

Tableau 10 : Evolution de la situation grecque depuis 2009

<b>Octobre 2009</b>	Le gouvernement socialiste grec, fraîchement élu, découvre la réalité des finances publiques. Alors que le déficit officiel devait être égal à 6 % du PIB, le premier ministre Georges Papandréou révèle qu'il est en fait de 12,7 %. La Commission européenne exige une "enquête approfondie" pour expliquer ce décalage. La Grèce procède à un vaste plan de relance de l'économie (2.5 milliards d'€) et reporte à 2011 toute lutte contre les déficits.
<b>Décembre 2009</b>	Les agences de notation internationales baissent successivement leur note de la dette grecque, ce qui renchérit automatiquement les intérêts auxquels Athènes peut emprunter. Déjà, une différence de 2,3 points séparent la Grèce de l'Allemagne. Un plan de rigueur est présenté, il doit aboutir à un retour sous les 3 % de déficit avant 2013. Les mesures structurelles sont restrictives : baisse de 10 % des frais de fonctionnement de l'Etat, gel des recrutements et des salaires des fonctionnaires, hausse de fiscalité.
<b>Janvier 2010</b>	La Grèce demande au FMI une assistance technique pour évaluer les besoins en matière d'administration fiscale et de budget.
<b>Février 2010</b>	Le 2, la Commission européenne valide le plan de rigueur et place la Grèce sous étroite surveillance. L'euro entame une chute vertigineuse, Athènes et Madrid dénoncent les spéculateurs financiers (certains fonds parient massivement sur une dégradation des finances publiques grecques). Lors du sommet européen du 11 février, les chefs d'Etat et de gouvernement européens assurent officiellement qu'ils aideront Athènes en cas de besoin.
<b>Mars 2010</b>	Après plusieurs jours d'âpres négociations, le président français Nicolas Sarkozy et la chancelière allemande Angela Merkel se mettent d'accord le 25 mars sur un plan d'aide financière à la Grèce, appuyé par des prêts du FMI.
<b>Avril 2010</b>	Le 23 avril, Athènes demande de l'aide à l'UE et au FMI. Cinq jours plus tard, elle annonce ne plus pouvoir emprunter sur les marchés après que l'agence de notation Standard & Poor's a dégradé ses obligations au rang "des obligations pourries".
<b>Mai 2010</b>	Le 2 mai, l'UE donne son feu vert à un plan de sauvetage de 110 milliards d'euros en contrepartie d'un plan d'économies de 30 milliards d'euros, comprenant des coupes salariales de 10 % dans la fonction publique et une réforme de retraites. L'aide à la Grèce n'ayant pas suffi à rassurer les marchés, les Vingt-Sept négocient, le 9 mai, un plan de sauvetage des pays menacés par une éventuelle extension de la crise financière grecque, d'un montant de 750 milliards d'euros.
<b>Mars 2011</b>	Le 11 mars, lors de la réunion des dirigeants de la zone euro, Athènes promet d'accélérer son programme de privatisations (50 milliards d'euros) et obtient en retour la baisse d'un point du taux d'intérêt versé à ses bailleurs européens (à 4,2 %). La durée des prêts financés par les Etats de la zone euro est allongée, passant de 4,5 à 7,5 ans, ce qui évitera au pays de s'épuiser à les rembourser trop tôt.
<b>Avril 2011</b>	Le 15 avril, un nouveau plan de rigueur est présenté par le gouvernement, son objectif, économiser 26 milliards d'euros d'ici à 2015. Le pays dément de nouvelles rumeurs selon lesquelles il envisage, en accord avec l'UE et le FMI, de restructurer sa dette, qui dépasse désormais 150 % du PIB. La confiance des investisseurs s'effrite : les taux des obligations grecques à dix ans dépasse les 14 %. Un record inédit !
<b>Mai 2011</b>	Le 11 mai, le pays vit sa neuvième grève générale depuis de la début de la crise.

Source : Le Monde (2011)

### b. Procéder aux ajustements budgétaires sans remettre en cause la reprise

Les restrictions budgétaires annoncées en 2010 par certains pays étaient déjà importantes (7% du PIB en Grèce, 3% en Irlande, 2,5% au Portugal et en Espagne...), elles risquent de se poursuivre de nouveau en 2011 et 2012. Les coupes budgétaires (notamment dans la politique sociale, la masse salariale de la fonction publique...) associées à des taux bas et des réformes structurelles constituent la thérapie de choc.

<sup>14</sup> Le ministre irlandais de l'énergie, Pat Rabbitte, a indiqué, le 8 mai dernier, qu'il souhaitait que la dette irlandaise soit restructurée et que les taux d'intérêt du prêt accordé à l'Irlande soient abaissés.

**Tableau : Dette publique sectorielle (millions de \$)**

	<i>1<sup>er</sup> tri 2010</i>	<i>2<sup>e</sup> tri 2010</i>	<i>3<sup>e</sup> tri 2010</i>	<i>4<sup>e</sup> tri 2010</i>
Allemagne				
- Gouvernement	1 225 770	1 196 865	1 396 108	1 430 317
- Autorités monétaires	12 699	13 768	15 006	19 535
- Banques	2 360 481	2 266 428	2 487 991	2 333 439
- Autres secteurs	697 367	670 661	777 160	767 541
Total	4 948 215	4 712 230	5 319 023	5 207 191
France				
- Gouvernement	1 314 576	1 273 012	1 400 249	1 319 738
- Autorités monétaires	223 776	139 453	184 446	202 159
- Banques	2 395 943	2 163 191	2 496 459	2 429 139
- Autres secteurs	749 849	706 845	764 635	727 654
Total	5 127 836	4 697 302	5 311 748	5 135 031
Espagne				
- Gouvernement	425 806	360 810	417 929	401 719
- Autorités monétaires	58 866	129 926	81 175	68 578
- Banques	1 065 737	912 546	1 036 396	1 018 500
- Autres secteurs	616 000	548 628	620 486	594 831
Total	2 410 089	2 176 597	2 405 163	2 329 727
Grèce				
- Gouvernement	287 206	225 805	266 649	254 102
- Autorités monétaires	82 133	103 949	119 922	116 367
- Banques	151 806	174 433	172 775	153 956
- Autres secteurs	32 769	22 236	23 752	21 367
Total	556 707	528 759	585 696	548 255
Irlande				
- Gouvernement	112 033	98 191	116 726	107 636
- Autorités monétaires	51 323	80 591	141 527	194 010
- Banques	897 925	824 077	838 098	586 405
- Autres secteurs	863 135	806 305	894 014	916 838
Total	2 255 756	2 131 268	2 319 927	2 141 095
Portugal				
- Gouvernement	133 404	107 960	126 071	117 402
- Autorités monétaires	37 354	71 279	83 654	80 133
- Banques	267 986	225 500	231 513	226 908
- Autres secteurs	76 169	71 146	79 391	78 968
Total	538 621	498 684	546 615	529 789
Royaume Uni				
- Gouvernement	418 595	463 685		
- Autorités monétaires	31 080	29 497		
- Banques	5 732 680	5 485 205		
- Autres secteurs	2 346 135	2 353 943		
Total	9 182 070	8 980 793		

Source : Banque Mondiale (mai 2011)

Ces pratiques soulèvent cependant plusieurs types de questions :

(i) la contraction de la croissance pourrait être évitée si les pays les plus touchés parviennent à maîtriser l'évolution des prix relatifs, voire à les diminuer. Les réformes structurelles visant à réduire les salaires de la fonction publique ou le coût de la dépense publique (la logique concurrentielle passe par les privatisations) sont ici largement préconisées par les institutions internationales (voir les recommandations du FMI et de l'OCDE pour la Grèce et l'Irlande). Une parité de l'Euro plus favorable pourrait jouer le rôle de soupape de pression.

(ii) Les réformes structurelles devront à la fois se traduire par une refonte des dépenses publiques (maintien des investissements liés à l'innovation ; aux infrastructures...) et une réforme de la fiscalité (c'est le grand chantier lancé en France pour 2011).

(iii) Le coût de l'ajustement budgétaire pourrait être limité par une politique monétaire expansive, tout dépendra d'un retour ou non de l'inflation dans les mois qui viennent.

(iv) Enfin, et c'est peut être le point le plus important, en faisant disparaître le risque de change, l'euro a amené les investisseurs à accorder une importance prépondérante au risque de défaut. Ainsi, il ne suffit pas de procéder aux ajustements nécessaires, il faut encore que les marchés continuent de croire à la soutenabilité de la dette publique. Cette contrainte peut avoir deux conséquences irrémédiables. D'une part, les marchés demanderont un intérêt beaucoup plus élevé à un Etat qui présente des risques réels ou potentiels. Le syndrome de la dette auto-entretenu prend ici tout son sens (les efforts du gouvernement grec ou irlandais peuvent être réduits à néant suite à une hausse des taux). D'autre part, les différents gouvernements seront jugés sur la crédibilité de leurs engagements et le bien fondé de leurs réformes (en 2010, Roubini évoquait un scénario de domino dans lequel la France, faute de réformes pertinentes, constituait la 5<sup>ème</sup> roue du carrosse).

### c. Le renforcement de la gouvernance européenne

Evoquant la crise de l'Euro zone, Benassy-Quéré et Boone (2010) notaient qu'il serait difficile de gérer une monnaie unique sans budget fédéral, sans davantage de flexibilité du marché du travail, et avec une divergence des prix entre les États membres. Le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC) pensé comme un substitut à l'intégration budgétaire, la stratégie de Lisbonne et les Grandes Orientations des Politiques Économiques (GOPE) introduites afin d'encourager une flexibilité des marchés, se seraient ainsi révélés peu efficaces. Deux options pouvaient être envisagées : des sanctions plus restrictives, des incitations.

Il semblerait que la Commission européenne ait cherché à renforcer sa gouvernance<sup>15</sup> en orientant sa stratégie vers la mise en place de sanctions plus restrictives. Le 29 septembre 2010, la Commission européenne a rendu public, cinq propositions de règlements et une proposition de directive. La réforme du PSC « *pourrait être ainsi réalisée par trois règlements qui reviendraient à instaurer un véritable fédéralisme en matière de politique budgétaire* » (Marini, 2011, p. 29). S'appuyant sur l'article 136 du Traité, qui permet aux Etats de la Zone euro de « renforcer la coordination et la surveillance de leur discipline budgétaire », ces règlements prévoient notamment l'obligation de constituer un dépôt égal à 0.2% du PIB, selon une procédure dite du vote inversé : le dépôt devient exigible sur proposition de la Commission, à moins que le Conseil, statuant à la majorité qualifiée, ne décide du contraire dans les dix jours. Cette procédure renforcerait les règles du volet répressif. En effet, le seuil de déficit de 3 points du PIB se serait plus le seul à faire l'objet de sanctions, le dépassement du seuil de la dette (plus de 60 points du PIB) jouerait

---

<sup>15</sup> Précisons que depuis le règlement (CE) n° 1466/97 du Conseil du 7 juillet 1997 relatif au renforcement de la surveillance des positions budgétaires ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques (le volet « préventif » du pacte de stabilité), le régime des programmes de stabilité reposait sur son article 4 : « *les programmes actualisés sont présentés annuellement* ». Jusqu'à récemment, le code de conduite sur le format et le contenu des programmes de stabilité prévoyait que les Etats membres devaient présenter leurs programmes de stabilité avant le 1er décembre de chaque année. Le 7 septembre 2010, le Conseil Ecofin a modifié le code de conduite de manière à ce que les programmes de stabilité soient transmis à la Commission européenne en amont de la discussion budgétaire, dès le mois d'avril. Cette modification de calendrier est entrée en vigueur dès 2011.

également ce rôle. Selon les termes du Conseil européen du 15 mars 2011, « *le ratio de la dette au PIB, lorsqu'il est excessif, serait ainsi constitué comme diminuant à un rythme satisfaisant si son écart par rapport à la valeur de référence de 60% du PIB s'est réduit d'un vingtième par an au cours des trois années précédentes* ». Un tel dispositif rendrait bien entendu plus douloureux les ajustements qu'un Etat endetté (Grèce, Irlande, Portugal...) serait dans le devoir de faire. C'est pourquoi, il ne concernera que les seuls déficits excessifs constatés à partir de 2013.

## CONCLUSION

Si les causes de la crise des subprimes semblent bien identifiées, il existe encore des zones d'ombre dont les contours sont encore difficiles à délimiter. Le fonctionnement des marchés financiers et les processus collusifs entre institutions financières ont amplifié la crise au point de générer un vaste mouvement de contagion. Il a fallu que les Etats et les banques centrales interviennent massivement en laissant filer leur déficit et en injectant des liquidités dans le secteur bancaire international. Si la crise bancaire a pu être enrayerée, c'est au prix d'un endettement massif qui pénalise aujourd'hui les perspectives de reprise économique pour les pays les plus touchés, notamment de la zone euro. Cette crise a cependant révélé un autre fait important. Dans la concurrence que se livrent les différents modèles de capitalisme depuis le milieu des années 80, il semblerait que le modèle anglo-saxon ne soit pas aussi efficace que prévu. La réalité serait ainsi plus complexe, si les marchés financiers tendent à exercer une pression sur les différents modèles, l'issue de ce vaste mouvement est encore incertaine. La guerre des capitalismes n'aura lieu que si l'Europe n'est pas capable de trouver un remède à un mal qui persiste depuis sa création : le partage d'un projet commun.

## BIBLIOGRAPHIE

- ALBERT M. (1991), *Capitalisme contre capitalisme*, Editions du Seuil.
- ARTUS P., VIRARD M-P (2007), *Le capitalisme est en train de s'autodétruire*, La Découverte.
- BANQUE DE France (2011), « Taux d'endettement des agents non financiers, comparaisons internationales, 3<sup>e</sup> trimestre 2010 », *STAT INFO*, 21 février, DGS – DSMF, 4 p.
- BANQUE DE FRANCE (2011), « Comportement d'épargne des ménages, 4<sup>e</sup> trimestre », *Tableau de bord*, DGS – DSMF, 25 mars, 7 p.
- BANQUE DE France (2011), « Déséquilibres mondiaux et stabilité financière », *Revue de la stabilité financière*, n°15, février, 199 p.
- BENASSY-QUERE A., BOONE L. (2010), « Crise de l'Eurozone ; Dettes, institutions et croissance », *Lettre du CEPII*, n°300, 28 juin, 4 p.
- BENASSY-QUERE A., PISANY-FERRY J. (2011), « La longue marche vers un régime monétaire multipolaire », *Lettre du CEPII*, n°308, 16 février, 6 p.
- BROYER S., BRUNNER C. (2010), « Qui détient les dettes publiques européennes ? », *Flash économie Natixis*, 24 mars, n° 124, 4
- COHEN D. (2009), *sortie de crise, vers l'émergence de nouveaux modèles de croissance ?*, Centre d'analyse stratégique, n°22, décembre.
- COHEN E. (2005), *Le nouvel âge du capitalisme*,
- DIEMER A. (2011a), « Marchés financiers et psychologie économique », in Diemer A, Dozome S. (dir), *Les enseignements de la crise des subprimes*, Clément Juglar.
- DIEMER A. (2011b), « La diversité du capitalisme : quelles perspectives ? », *Colloque Heurs et Malheurs du capitalisme, Université Blaise Pascal – IUFM Auvergne, Clermont Ferrand*, 4 février, 79 p.
- DIEMER A. (2007), « Quel modèle socioéconomique pour l'Europe, analyses et perspectives », *Congrès de l'AELF, « Bilan et perspectives d'un demi-siècle de construction de l'Union européenne », Varsovie, 21-23 mai*, 36 p.
- GAYRAUD J-F (2011), *La Grande Fraude, Crime, Subprimes et crises financières*, Odile Jacob.
- LANE P. (2010), "International Financial Integration and the External Positions of Euro Area Countries Economic Development", OECD, Working Paper n° 830, December, 18 p.

- LANE P., MILESI-FERETTI G. (2008), “The Drivers of Financial Globalization,” *American Economic Review (Papers and Proceedings)*, vol 98, n°2, May, p. 327-332.
- LANE P., MILESI-FERETTI G. (2007), “The External Wealth of Nations Mark II,” *Journal of International Economics*, vol73, n° 2, November, p. 223-50.
- LANE P., MILESI-FERETTI G. (2007), “A Global Perspective on External Positions,” in *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment* (Richard Clarida, ed.), NBER - University of Chicago Press.
- LANE P., MILESI-FERETTI G. (2003), “International Financial Integration,” *International Monetary Fund Staff Papers*, vol 50 (S), p. 82-113.
- LORENZI J-H (2008), *La guerre des capitalismes aura lieu*, Editions Perrin.
- MARINI P. (2011), “Projet de programme de stabilité », *Rapport du Sénat*, n° 456, 73 p.
- NATIONAL COMMISSION ON THE CAUSES OF THE FINANCIAL AND ECONOMIC CRISIS IN THE UNITED STATES (2011), *The Financial Crisis Inquiry report*, janvier, Official Government Edition, 662 p.
- NOYER C. (2011), « L'Europe et le Monde face à la crise : enjeux et perspectives », Banque de France, 11 p.
- PLIHON D. (2004), *Le nouveau capitalisme*, Repères, La Découverte.
- ROUBINI N. (2010), « Maps Out Nightmare Scenario of Domino Debt Collapse in Europe”, *CNBC*, 19 novembre.
- SAINT VICTOR J. (2011), La face cachée du Krach, *Le Figaro*, 28 avril.
- SEDILLOT F. (2010), Les comptes financiers de la nation en 2009, réorientation des flux de financement vers les administrations publiques, *Bulletin de la Banque de France*, n°180, 2<sup>e</sup> trimestre, p. 9 – 17.