

La fin du Postfordisme

Quels nouveaux modes de régulation ?

Ekkehard Ernst
Institut International d'Etudes Sociales
Organisation Internationale du Travail
ernste@ilo.org

Automne 2009

Version préliminaire. Ne pas diffuser ou citer.

Résumé

La crise financière a ébranlé les certitudes post-fordiste d'une croissance tirée exclusivement par la financiarisation de l'économie. Les événements qui se sont déroulés depuis plus que deux ans ont montré les limites de ce modèle qui a creusé les déséquilibres mondiaux et sociaux. Alors que le débat s'intensifie quant aux possibles réformes afin de prévenir et d'éviter de futures crises financières et économiques, les différents scénarios de sortie se dessinent de plus en plus clairement. Notamment, cette communication présente trois cas distinct : (i) Une financiarisation accrue suite à l'affaiblissement des pouvoirs politiques dû à la crise ; (ii) un retour vers l'équilibre Fordiste et un recul important des échanges globalisés ; et (iii) un bond en avant vers une économie nouvelle basée sur des industries vertes et créatives. Le texte analyse alors ces différents scénarios et discute les conditions nécessaires pour leur réalisation ainsi que leur probabilité.

Mots clés : Crise financière, scénarios de sortie de crise, cause réelle de la crise, inégalités sociales, déséquilibres globaux

Table des matières

1	Introduction	3
2	De la crise des « sub-primes » à la crise économique mondiale	5
2.1	Un bref aperçu des événements	5
2.2	Les causes réelles de la crise financière	6
2.2.1	Déséquilibres globaux et inégalités	7
2.2.2	De la genèse de liquidité à la crise financière	10
2.3	Comparaison de crises et leurs conséquences	10
2.3.1	Un survol des crises financières historiques	10
2.3.2	Pourquoi les crises financières sont-elles particulièrement coûteuses ?	11
3	La place de la finance dans l'économie post-fordiste	11
3.1	Finance et croissance	11
3.2	Finance et endettement	12
3.3	Les excès de la finance	12
4	Propositions de réformes et contraintes politiques	12
4.1	Une multitude de propositions de réformes...	12
4.2	...se heurte à des contraintes politiques...	15
4.3	...mais quelques acteurs sont susceptibles de prendre le relais	16
5	Dynamique politique et scénarios de sortie	16
5.1	L'équilibre global des liquidités	16
5.2	Entre dynamique économique et jeu politique	18
5.2.1	Une financiarisation accrue	18
5.2.2	La fin de la globalisation	21
5.2.3	Décroissance et l'économie verte	22
6	Un autre monde	23
6.1	Comment remettre de l'ordre dans les finances publiques	24
6.2	Des marchés financiers soutenables	25
6.3	Une économie réelle au service de la société	25
6.4	Quelques réflexions finales	26

1 Introduction

La crise financière qui a commencé en été 2007 marque la fin du compromis post-fordiste, la financiarisation de l'économie et la dominance globale du modèle économique occidental (Aglietta and Rigot (2009); Boyer (2009); Dessertine (2009); Zakaria (2008)). Celle-ci, basé largement sur une augmentation de la capacité d'emprunt, notamment des ménages à faible revenu, ainsi qu'une pression aiguë à l'augmentation de la rentabilité du capital des entreprises, a été le fruit d'un changement de compromis : Alors que dans la période fordiste, les équipes dirigeantes des entreprises partageaient les améliorations de la productivité avec leur employés, les financiers réussissaient à dominer ce processus à partir des années 1980, forçant ainsi les managers à abandonner une politique de partage de la valeur ajoutée favorable aux ouvriers et aux ménages à revenu modeste.

Avec la crise, ce modèle est arrivé à sa fin, avec pour conséquence non-seulement une dé-légitimation du modèle économique actuel mais également de ses acteurs principaux, notamment du monde de la finance et des sphères managériaux. Quels seront alors les nouveaux compromis possibles ? Quelles sont les innovations sociales et politiques qui pourront permettre l'émergence d'un nouveau compromis ? Et finalement quels seront les secteurs de croissance et de création d'emploi qui pourront générer une légitimation de ce nouveau compromis ? Telles sont les questions que se veut poser cette communication.

Au moins trois possibles chemins s'ouvrent actuellement à nous :

- Un renforcement de l'idéologie marchande avec un compromis direct entre financiers et classe ouvrière. Un tel compromis se traduirait par une réduction considérable du pouvoir de la classe managériale et une généralisation de l'entrepreneuriat à tous les niveaux de la société (« chacun est l'entrepreneur de sa propre vie »). La finance continuerait à se désintermédier, contournant ainsi le contrôle hiérarchisé des grandes entreprises incorporées. Des secteurs de service, notamment les services personnalisés ainsi que les industries créatives pourraient ainsi bénéficier d'une dynamique renforcée à condition tout de même que les pouvoirs publics cessent de créer des pans de secteurs monopolisés grâce au brevetage.
- Un nouveau compromis entre managers et employés à l'image de l'ancien compromis fordiste. Ce modèle reposerait sur un renforcement de la politique sociale, une amélioration du partage de la valeur ajoutée du point de vue de la classe ouvrière et une diminution des inégalités qui se sont creusées depuis la fin du premier compromis fordiste. Ce compromis semble particulièrement réalisable dans les pays en voie de développement qui souffrent pour l'instant d'un état social faible et de maigres dépenses sociales. Par ailleurs, dans ces pays, le secteur financier demeure faible ou peu développé, notamment dans les pays qui ont décidé d'exporter une grande partie de leur épargne. Dans les pays industrialisés, ce compromis semble toutefois plus difficilement réalisable dans la mesure que la lutte contre la crise actuelle et les défis démographiques à moyen/long terme limiteront la marge de manœuvre des gouvernements en place. Ici, seul une réorientation de la politique budgétaire actuelle et une tendance à la hausse de la dette publique pourront permettre l'émergence d'un tel équilibre.

- Un compromis de la « décroissance » basé sur l'orientation des politiques économiques et environnementales vers des nouveaux secteurs de création d'emploi, moins gourmands en consommation d'énergie et de ressources non-renouvelable. Ce compromis se traduit probablement par un sentier de croissance durablement inférieur à celui observé dans le passé mais avec un ajustement du partage de la valeur ajoutée en faveur de la classe ouvrière, ainsi permettant une réduction de l'intensité capitaliste et une baisse du sous-emploi observé depuis trente ans dans les pays industrialisés (mais pas seulement). Ce compromis pourrait d'autant plus facilement s'insérer dans le compromis actuel que les nouveaux secteurs « verts » présentent des opportunités de profits importants.

La communication propose d'évaluer l'opportunité de ces trois scénarios ainsi que les tendances actuelles qui pourraient indiquer l'émergence d'un nouvel équilibre autour d'un d'eux. Seront discutés également les différentes conditions initiales des pays en voie de développement comparativement à celles du monde industrialisé et leur rôle dans la genèse d'un nouvel équilibre. Notamment, le point de départ aussi bien en terme de développement de l'état social que de la composition sectorielle conditionnera le champ des compromis possibles dans les différents pays. Par ailleurs, un facteur important concerne l'état de développement du secteur financier, en partie lié à l'importance d'exportation de capital. Dans les pays à faible développement financier, un compromis entre classe managériale et classe ouvrière semble plus facile alors que dans les pays à fort potentiel financier, la finance jouera un rôle pivot dans l'établissement d'un nouveau compromis.

Finalement, la communication proposera également d'insérer la dynamique des compromis sociaux dans un cadre international. En effet, la crise résultant en partie des déséquilibres globaux, sa résolution dépendra également de la façon dont ces mêmes déséquilibres conditionnent la capacités des acteurs économiques à la dénouer. Notamment, la communication montrera l'incapacité de la seule re-régulation des marchés financiers à éliminer les facteurs structurels du krach. En effet, les propositions dans ce sens font généralement abstraction du fait que lorsque l'investissement et l'épargne sont différemment distribués géographiquement, un problème d'aléa moral existe dans les pays importateurs de capitaux qui, eux, n'ont pas les mêmes incitations à implémenter une régulation stricte des marchés financiers que les pays exportateurs. La communication s'efforce alors de démontrer dans quelle mesure la nature globale de la crise nécessitera également l'émergence globale d'un nouveau compromis.

Plutôt que d'adopter une approche normative sur les changements désirables et impératifs (voir, p. ex. Giraud and Renouard (2009); Lordon (2009); Stiglitz (2006)), ce texte analysera les contraintes sous lesquelles les différents acteurs économiques et politiques agissent et ce dans le but de pouvoir comprendre les traits d'un nouveau compromis politiques possibles qui est vraisemblablement en train de se dessiner. Ceci nécessite tout de même de prendre position concernant les causes sous-jacentes de la crises et des ses conséquences à moyen et long terme. Souvent, la macro-économie traditionnelle ne s'est pas montré suffisante à cet égard. Au contraire, d'autres penseurs et courant théorique ont dû être mobilisé pour rendre intelligible la crise et son impact économique et social, tel que Minsky (2008 (1986)) et sa réflexion sur l'endogenité de l'aversion au risque ou les Néo-Autrichiens (p. ex. Garrison, 2001) et leur analyse de la structure du capital au cours du cycle. Le présent texte est donc également une réflexion quant aux limites de la théorie macro-économique contemporaine et des éléments de réponse sur l'avancement que cette dernière devra prendre dans les années à venir.

2 De la crise des « sub-primes » à la crise économique mondiale

Depuis deux ans, la crise financière se fait une place dominante dans notre vie. Mais c'est seulement depuis la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers et des événements dramatiques suivants que les changements provoqué par cette crise sont réellement et durablement perçu. Cette première section propose une analyse de la dynamique qui a mené à la crise.¹

2.1 Un bref aperçu des événements

La crise a commencé avec un petit bourdonnement. Au début de l'année 2007, le président de la Banque Centrale Européenne critiquait le manque de transparence des innovations financières lors du Forum économique mondial. Rien de dramatique, mais un signe quand même d'une inquiétude croissante parmi les leaders mondiaux que les marchés financiers avaient atteint un stade où ils étaient hors de contrôle. Et les nouvelles rentraient vite et de manière régulière : De plus en plus d'américains n'étaient plus en mesure de rembourser leurs crédits immobiliers, étaient expulsés et leurs maisons repossédées par les banques et mises en vente de nouveau. Pour l'instant il ne s'agissait que d'événements locaux, limités au marché de sub-prime, des crédits immobiliers à risque, qui ne représentait pas plus que 20% du marché immobilier total et donc très peu - croyait-on - pour avoir un impact massif et global.

Et pourtant : Début juillet 2007, l'inquiétude avait atteint un stade où les banques commençait à se méfier les unes des autres. Personne ne savait combien d'actifs des consoeurs étaient exposés au marché de sub-prime, à quel degré montait la nécessité de prévoir de pertes importants dans les bilans. Cette méfiance généralisée entre les banques mettait à bout un autre marché important : celui entre les banques. En effet, afin d'éviter de se refinancer auprès de la banque centrale et de gérer les pics de liquidité, les banques se prêtent entre elles, à un taux - normalement - proche du taux directeur et sans pénalité. Hors, ce marché commençait à se dessécher. Résultat : Le taux d'intérêt inter-bancaire augmentait considérablement, de plus de 2 points de pourcentage, avec des conséquences directes sur la disponibilité et le coût de crédit que pouvait proposer les banques de détails. Les banques centrales étaient alors rapides à injecter des fonds nécessaires et de permettre aux banques privées de placer leur sur-liquidité avec elles. La BCE, notamment, injectait presque €95 milliards début août 2007, sans pour autant diminuer durablement le taux inter-bancaire.

La situation continuait à flotter pendant presque un an. Plusieurs banques ont dû faire faillite et le Royaume-Uni connût son premier « bank run » en plus de cent ans d'histoire avec la faillite spectaculaire de la banque de dépôts « Northern Rocks ». Et pourtant, la crise larvée ne faisait peur à personne. Le taux inter-bancaire s'était durablement établi 2 à 3 points de pourcentage de sa moyenne historique, sans que pour autant cela inquiétait les acteurs économiques et politiques outre mesure. Même la faillite de « Bear Stearns » en mars 2008 produisant à peine plus que l'excitation journalistique quotidien, étant donnée qu'un acheteur fut vite trouvé en forme de JP

1. Une bonne introduction en la matière peut être trouvé dans Acharya and Richardson (2009); Johsua (2009).

Morgan, avec l'aide généreuse de la Federal Reserve Américaine. Or, le 15 septembre 2008 un événement majeur frappait la Wall Street et démontrait à qui voulait l'entendre que la crise financière n'était nullement terminée : La banque d'investissement d'une histoire de plus de cent ans Lehman Brothers déclarait faillite.²

Aux yeux de tout le monde devenait alors visible que la situation était intenable et nécessitait une refonte de la régulation financière au-delà d'une simple re-injection de liquidité par les banques centrales. En peu de temps, le taux inter-bancaire continuait à augmenter, reflétant ainsi le blocage complet du marché inter-bancaire et donc l'impossibilité de transmission de la politique monétaire vers l'économie réelle. D'autres marchés étaient alors affectés à leurs tours, comme le marché des obligations - une source importante pour le financement des entreprises, notamment aux Etats-Unis - mais également le financement des échanges commerciaux. C'est à ce moment que l'extension de la crise des « sub-primes » vers une crise généralisée et mondiale était inévitable.

Le commerce international était le premier à donner des signes d'essoufflement. Une perte massive d'échanges commerciaux à partir du mois d'Octobre 2008 (!) signalait la fin d'une expansion économique mondiale ininterrompue pendant plus de vingt ans. Une fois les échanges commerciaux stabilisés au troisième trimestre 2009, certains pays comme le Japon ou l'Allemagne avaient perdu entre 30 et 40% de leurs exportations l'année précédente. En moyenne, la perte dans la zone OCDE représentait 20% de son plus haut niveau début 2008 (Cheung and Guichard, 2009). Mais l'augmentation des taux d'intérêt effectifs (en comparaison avec le taux directeur des Banques Centrales) pesait également sur la consommation domestique. C'est ainsi que la chute brutale dans les ventes d'automobiles et d'autres biens de consommation à long durée suivait. Puis, l'emploi résistait - au moins au début, au moins en Europe. Mais plus l'emploi était soutenu par des mesures (fiscales) exceptionnelles, plus la facture pour les gouvernements s'alourdissait et plus la sortie de crise devenait difficile. L'endettement public est prévu de monter jusqu'à 100% du PIB ou plus, même dans les pays qui étaient jusqu'à présent considérés comme des bons élèves (p. ex. les Pays-Bas). En même temps, les nouveaux arrivants sur le marché du travail n'ont que très peu d'occasion de trouver un travail rapidement. Le chômage des jeunes commençait alors à grimper dès le début de l'année 2009, doublant dans certains cas comme au Royaume-Uni alors qu'il était déjà largement au-delà de la moyenne nationale.

C'est ici que commence l'analyse de cette présente communication. Comprendre quels sont les chemins de sortie possibles nécessite de se poser la question des causes fondamentales de cette crise et de les comparer avec celles d'autres crises observées dans le passé. Mais cela nécessite également d'analyser les propositions de régulation actuellement débattues et de considérer à quels obstacles elles pourront se heurter, étant donné la remise en cause généralisée des équilibres atteints pendant la période Post-fordiste.

2.2 Les causes réelles de la crise financière

La plupart des observateurs contemporains considère la crise financière comme du seul ressort de la finance et de la régulation des marchés financiers. Selon cet avis,

2. La banque Lehman Brothers fut créée en 1850 avec une concentration sur le marché du coton.

des incitations biaisées, un manque de transparence des entreprises financières et une déréglementation de plus en plus importante aurait contribué à amasser des risques incontrôlables menant finalement à un dégonflement chaotique de la bulle spéculative.

Notre approche sera différente. Sans nier l'importance des dysfonctionnements du marché financier et les manquements à une bonne régulation prudentielle, nous insisterons sur les causes réelles de la crise financière que l'on peut trouver dans un déséquilibre global entre investissement et épargne, qui - lui-même - est le résultat d'un accroissement des inégalités dans le monde (pour une introduction plus complète voir ILS, 2008a). En particulier, nous considérons que l'augmentation des liquidités globales comme le déclencheur de la crise financière est lui-même un phénomène qui nécessite une explication que l'on peut trouver non pas dans des facteurs exogènes comme une politique monétaire trop laxiste mais dans une dynamique endogène résultant du fonctionnement du système économique international et de ses conséquences économiques et sociales.

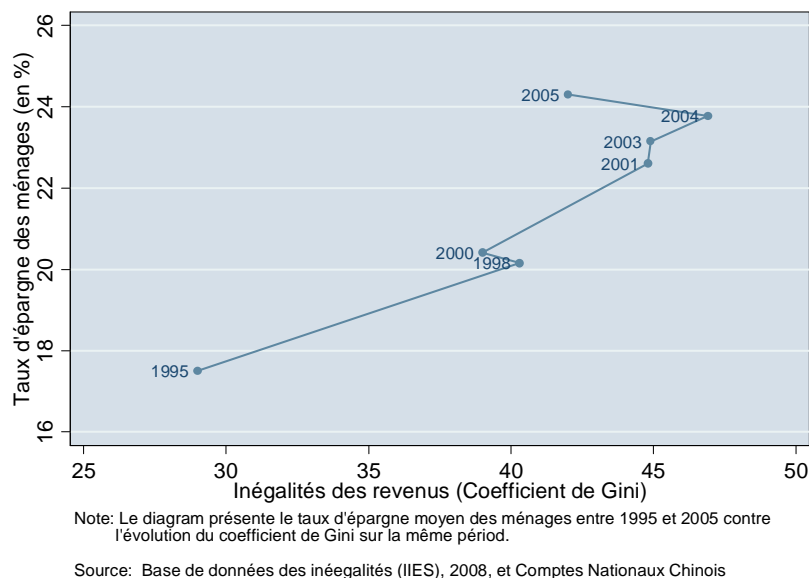
A cet égard, il importe de ne pas confondre les conditions nécessaires et suffisantes de la crise financière et de la crise des sub-primes. Alors que l'abondance de liquidité sur le marché financier américain causée par les déséquilibres globaux peut être considérée comme une condition nécessaire (sans abondance de liquidité pas d'emballement de crédit), la dérégulation financière et l'abaissement des standards d'attribution de crédit ne constituent que des conditions suffisantes (un tel « laxisme » financier ne résulte pas systématiquement en une bulle spéculative). Nous allons traiter par la suite un par un les deux conditions - nécessaires et sous-jacentes - avec un regard particulier sur la dynamique réelle qui a creusé les déséquilibres du système financier international.

2.2.1 Déséquilibres globaux et inégalités

La crise financière est née dans les méandres des inégalités sociales qui se sont creusées au cours des vingt dernières années. Avec l'arrivée de la Chine et de l'Inde sur le marché international, l'offre du travail mondial s'est soudainement accru de plus de 50% (Jagannathan *et al.*, 2009). Notamment, la population urbaine en Chine a doublé entre 1990 et 2005, avec des salaires souvent seulement à un dixième de leur niveau dans les pays Occidentaux.

Le rattrapage de la Chine fut fulgurant. En dix ans, son PIB per tête s'est multiplié grâce à une stratégie de développement privilégiant l'exportation et la production pour le marché international. L'offre du travail étant abondant, les salaires réels n'appréciaient que graduellement, moins rapidement que la productivité du travail ce qui permettait de garder les coûts unitaires bas. Par ailleurs, une politique de change fixant le renminbi *de facto* au dollar américain évitait une appréciation incontrôlée de la monnaie chinoise. Simultanément avec l'ascension de l'économie chinoise, les inégalités se creusèrent. La montée en force d'une classe moyenne urbaine approfondissait année par année l'écart avec le revenu de la population rurale et donc les inégalités de revenus mesurées. En même temps, la stratégie de croissance visant l'exportation en combinaison avec un contrôle fort du taux de change renflouer les réserves en devises et donc l'épargne nationale, destinée à soutenir l'effort de la banque centrale chinoise à maintenir un taux de change sous-évalué. Au final, les inégalités de revenus se sont creusées au même rythme que le taux d'épargne des ménages (voir figure 1).

FIGURE 1 – Inégalités et épargne en Chine (1995-2005)

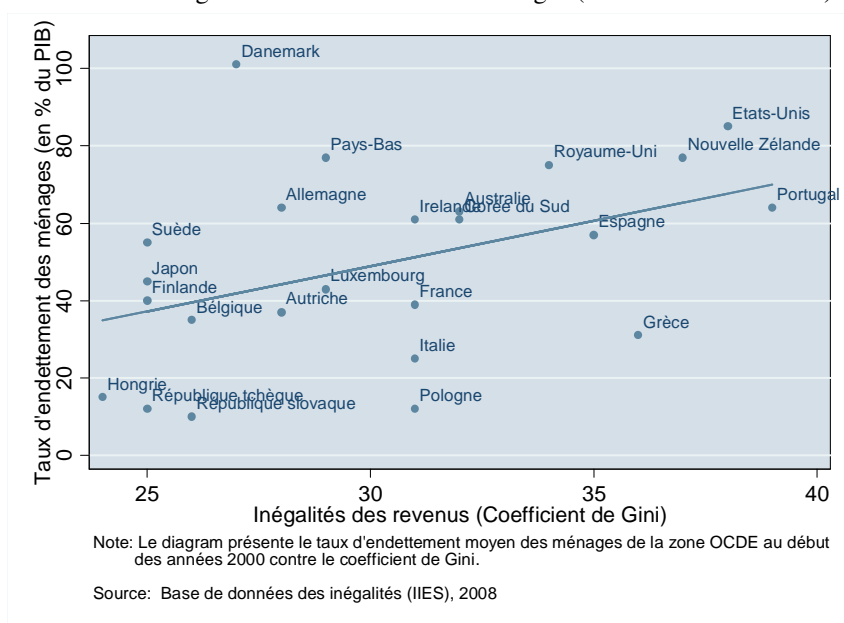


Mais l'entrée de la Chine et de l'Inde sur le marché mondial et leur rattrapage a laissé également des traces de l'autre côté du globe. Dès le milieu des années 1990 et avec l'arrivée massive des produits bons marchés, la pression montait dans les pays développés notamment sur les bas salaires. Délocalisations et restructurations industrielles contribuaient à un affaiblissement de la croissance des salaires, une augmentation de l'écart entre hauts et bas salaires et une diminution de la part salariale un peu partout dans le monde (voir ILS, 2008b, ch. 1). La politique de revenu encore très en vogue dans les années 1970s touchaient alors définitivement à sa fin et le *consensus de Washington* devenait la grille de lecture préférée des politiciens de part et d'autre de l'Atlantique. Dérégulation du marché du travail, réduction des dépenses sociales et concentration de l'état social à un rôle minimal et « activant », c-à-d. en demandant des contre-parties strictes de tout demandeur d'allocation sociale. Naturellement, un tel programme fut implementé avec plus ou moins d'enthousiasme et de rigueur dans les différents pays de l'OCDE, mais généralement tous les pays acceptaient le principe selon lequel la compétitivité nationale (encore un concept flou et en manque de clarification) était primordiale et que le seul arbitrage à la disposition des pays était de celui entre abaissement du niveau salarial - notamment pour les ménages les plus défavorisés - et une augmentation du taux de chômage pour ces mêmes personnes.

Il devenait évident rapidement que c'est arbitrage n'en était pas un. Laisser une partie de la population à l'abandon social créa autant de problèmes macro-économiques (via une perte massive de consommation privée) que de problèmes sociaux (augmentation de criminalité, grève, instabilité politique). Dans les pays qui disposaient encore d'un état social suffisamment développé - notamment en Europe Continentale - l'ultime barrière ne fut finalement pas franchi et malgré l'appauvrissement relatif des ménages un filet de sécurité sociale restait disponible jusqu'au moment de la crise. En revanche, dans les pays moins frileux à diminuer leurs salaires réels et sans égard à une partie de

leur population, une autre réponse fut trouvée : l'accès au crédit pour ceux qui n'auraient jamais dû y avoir accès. Et le succès donna raison aux acteurs politiques : les pays souffrant le plus des inégalités sociales devenaient ceux qui bénéficiaient le plus d'une augmentation de l'endettement des ménages (voir figure 2).

FIGURE 2 – Inégalités et endettement des ménages (début des années 2000)

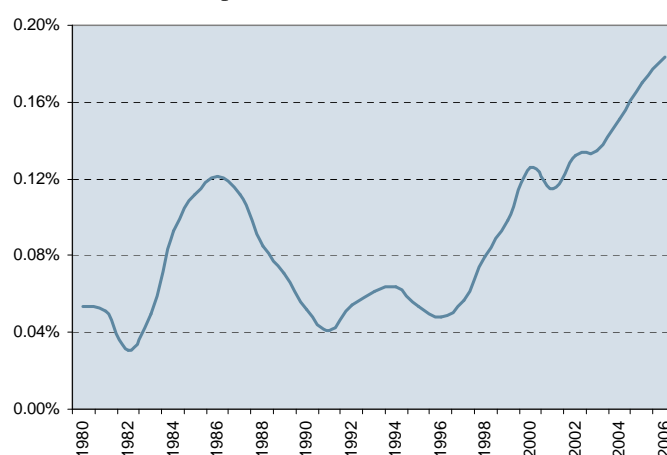


En effet, à partir de la fin des années 1990s, une politique délibérée de dérégulation financière fut mise en place avec comme objectif l'extension d'accès au crédit (notamment immobilier) d'une plus grande partie de la population. Ce fut la naissance des crédits « sub-prime ». Les banques furent encouragées explicitement d'étendre leur produits et services aux ménages à faible revenu (comme lamantait après l'éclatement de la bulle l'ancien PDG d'American Express au début de l'année 2009). Les standards d'endettement furent abaissés, notamment pour les ménages à faible revenu ou qui étaient considérés comme représentant un risque majeur de défaut de paiement potentiel. Il y a certaines indications que - du moins en ce qui concerne les Etats-Unis - l'extension du modèle d'endettement des ménages ne fut pas seulement une stratégie délibérée des pouvoirs publics mais fut également encouragée par les banques elles-mêmes en quête de nouveaux marchés. Notamment, le nombre grandissant d'immigrés aux Etats-Unis - souvent avec des status précaires ou irréguliers - a contribué à un aggrandissement sans commune mesure de quartiers considérés comme risqué (« red-lining »). Dès le moment où une masse substantielle fut atteinte dans ces quartiers ou ville, la marge de gain que les banques pouvaient obtenir avec ces clients dépassaient considérablement le risque de défaut, tout au moins au début de la bulle immobilière.

Ainsi, les inégalité d'une part et d'autre du Pacifique contribuèrent à un flux spectaculaire d'épargne non pas du pays riche vers le pays pauvre comme le veut la théorie économique, mais du pays émergents vers le pays avancé. D'ailleurs les disparités mondiales des balances courantes - un indicateur signalant l'importance des flux fi-

nanciers internationaux - connurent un accroissement continu à partir du milieu des années 1990s (voir figure 3). La liquidité disponible sur le marché financier international augmenta alors continuellement sans entrave, en partie poussé par le consensus d'une plus grande ouverture financière comme bénéfique pour la croissance de l'économie mondiale. Quelques voix s'élevèrent à partir des années 2000, mettant en question la soutenabilité d'un tel modèle de croissance mondiale tirée unilatéralement par les déficits de la balance courante américaine. Mais personne ne s'imagina à cet instant que l'éclatement de la bulle financière pourra produire la crise la plus globale et plus profonde que connut l'économie mondiale en 80 ans. Pis, personne n'imagina par quels mécanismes l'économie mondiale allait passer avant de retrouver un semblant d'équilibre. C'est ici qu'une discussion des déséquilibres sur les marchés financiers résultant des développements réels présentés dans cette section s'impose.

FIGURE 3 – Les disparités de la balance courante (1980-2006)



2.2.2 De la genèse de liquidité à la crise financière

Non seulement était-il impossible d'étendre le modèle de croissance tirée par la financiarisation au niveau mondiale à cause de l'incompatibilité des avantages comparatifs historiques dans les pays tels que le Japon ou l'Allemagne avec la flexibilité nécessaire qu'implique un tel modèle. En plus, les ressources en matière de liquidité financière n'étaient tout simplement pas disponibles, même à l'échelle mondiale.

Exces de confiance, défaut de régulation et mauvaise allocation de fonds

Barbera (2009); Beaudry and Lahiri (2009); Minsky (2008 (1986))

2.3 Comparaison de crises et leurs conséquences

2.3.1 Un survol des crises financières historiques

Galbraith (2008); Eichengreen and O'Rourke (2009); Kindleberger (1976); Lee (1998)

2.3.2 Pourquoi les crises financières sont-elles particulièrement coûteuses ?

Les crises financières plus que toute autre forme de récession sont particulièrement coûteuses en terme de production et d'emploi, et ceci pour une période prolongée après le début du retournement conjoncturel (Furceri and Mourougane, 2009; IMF, 2009c, ch. 4). L'investissement prend du temps pour repartir, le chômage augmente rapidement et durablement et réduit ainsi la consommation privée. Les dépenses publiques sont restreintes par souci d'une augmentation trop importante de la dette publique avec des implications négatives sur la capacité du secteur privé à reprendre l'activité économique.

C'est aux Autrichiens et leur approche de la structure du capital que revient le prix de clarté quand il s'agit de comprendre l'effet à long terme des crises financières (Garrison, 2001).

3 La place de la finance dans l'économie post-fordiste

La crise financière a remis en doute profondément la place de la finance dans le fonctionnement économique. Le changement de perspective ne surprend pas seulement dans sa rapidité mais également dans sa profondeur. Alors que le consensus économique louait les bénéfices du développement financier - y compris de l'intégration financière internationale - le ton a changé radicalement et l'optimisme financier a laissé place à une méfiance généralisée (voir également ILS, 2009).

3.1 Finance et croissance

A partir des travaux initiés par la Banque Mondiale au début des années 1990, l'analyse économique s'est concentrée à démontrer les bienfaits de la finance pour le développement économique. Alors que les bases de cette analyse avait déjà été jeté bien avant (e.g. Gerschenkron, 1962), les deux domaines ont longtemps mené une vie séparée. Le regain d'intérêt pour la théorie de la croissance à partir des années 1980 et la nécessité de comprendre les facteurs de croissance ont repulsé l'interaction entre finance et croissance au devant de la scène intellectuelle. Or, malgré une effervescence d'étude - analyse en coupe, en panel et de séries temporelles - de tout genre, les résultats sont resté - à ce jour - bien maigre. L'étude la plus complète est probablement présenté par Demirgüç-Kunt and Levine (2001) qui insistent sur la nature multi-forme de la structure du marché financier. Cette même étude montre, pourtant, que malgré ces variétés de capitalisme financier, l'impact sur la performance agrégée est similaire : Que le développement financier se fait via un secteur bancaire ou à travers de la finance des marchés, peu l'importe pour la croissance et la dynamique économique.

Les études suivantes ont quelque peu nuancées cette relation, insistant sur le fait que différentes formes de performance agrégée existent, et ont permis de clarifier - non sans difficulté - la causalité (au sens statistique) de cette relation (e.g. Shan *et al.*, 2001). Sans pour autant clarifier complètement le rôle initiateur de la finance dans le développement économique - le débat s'est alors déplacé sur la question de l'intégration internationale des marchés financiers, un débat controversé même à l'intérieur de la profession. Peu de temps avant la crise, plusieurs auteurs ont pu publier des études

et revues de littérature qui étaient généralement favorables à une telle ouverture, sans pour autant oublier que certaines conditions institutionnelles et structurelles doivent être remplies afin qu'un pays puisse bénéficier de son ouverture financière (Kose *et al.*, 2006, 2008). Néanmoins, d'autres insistaient sur le fait que développement financier et ouverture aux marchés de capitaux internationaux pouvaient entraîner une plus grande volatilité, voire une augmentation dans la fréquence et la profondeur des crises financières, notamment dans les pays émergents (Rancière *et al.*, 2006, 2008). N'est-ce pas une intuition juste peu avant l'éclatement de la bulle spéculative aux Etats-Unis ?

3.2 Finance et endettement

Quel est alors le lien entre finance et crise ? A ce propos, l'endettement peut être considéré comme primordiale. Elle est pour ainsi dire la clé de voûte de la finance. Sans ce levier, la finance n'exercera aucun pouvoir sur l'économie réelle. Seul cette création endogène de fonds et de liquidité permet une autonomisation de la sphère financière et explique donc l'importance des sentiments de marché dans la détermination de la course du monde économique. En même temps, c'est également le talon d'Achille des marchés financiers. Exposé à des croyances et sentiments, tout changement de perception du monde peut entraîner des excès - dans un sens comme dans l'autre - et provoqué ce qu'ont appelé certains observateurs récents « le moment Minsky » (Barbera, 2009).

3.3 Les excès de la finance

La tension décrite dans les sections précédentes entre la contribution (positive) de la finance à permettre aux acteurs économique d'innover et de produire et l'impact néfaste lorsque la finance mènent à un surendettement (des ménages, entreprises ou pays) a poussé des analystes à considérer comme inévitable l'émergence des crises financières, tout au moins durant une étape dans leur processus de développement.

L'ironie de ces considérations consiste à remarquer que c'est un niveau intermédiaire de financiarisation qui est particulièrement prône à la crise et à des conséquences néfastes.

4 Propositions de réformes et contraintes politiques

4.1 Une multitude de propositions de réformes...

La crise financière a propulsé un nombre croissant d'idées concernant sa résolution et la possibilité d'adresser différents aspects du fonctionnement des marchés financiers qui ont été considérés comme défaillant. Le tableau suivant donne quelques indications concernant les initiatives déjà entreprises et les discussions que la crise a lancé dans les pays avancé de l'OCDE. Dans cette section, nous allons reprendre un certain nombre de ces propositions sans pour autant tenter d'être exhaustif. Néanmoins, il importe de démontrer la large diversité des points de vue afin de pouvoir nourrir le débat de la section suivante concernant la dynamique politique et les différents scénarios de sortie qui peuvent en découler. Au delà des réglementations financières, nous allons

également discuter quelques propositions qui visent à remédier aux causes réelles de la crise, notamment la question des inégalités sociales et de ses effets sur l'offre et la demande de crédit dans le monde.

Régulation prudentielle et assurance des dépôts : Réglementation vs. Investissement dans des domaines d'infrastructure financière

La règle « too big to fail » ne peut être contournée que quand les dépositaires de fonds sont suffisamment assurés afin d'éviter toute propagation d'un choc aussi petit et localement concentré qu'il soit à la sphère financière entière.

Finance de marché et sécurisation. IMF, 2008, 2009a

Approfondissement de marché. Régulation et organisation des marchés financiers et inter-bancaire de gré à gré (« over-the-counter », OTC) en introduisant un système de chambres de compensation (« clearing system ») afin de centraliser le risque de contrepartie (« counterparty risk ») et rendre une éventuelle intervention de la banque centrale plus efficace en période de stress financier.

Comptabilité financière et agence de notations. La question primordiale qui se pose dans ce volet regard la rémunération des agences de notation. En effet, le marché du « rating » est un des rares exceptions où l'offrande demande à être noté et non le demandeur.

Une possibilité pourrait être alors de dispenser complètement de toute pratique de notation et de le laisser au seul appréciation de l'investisseur d'acheter l'information qui lui convient pour prendre sa décision. Seul dans certains marchés destinés à l'investisseur individuel, l'intermédiaire des produits financiers (comme la banque) pourrait être contraint à payer pour un certificat nécessaire à la vente de ses produits.

Cette proposition aurait le charme d'être beaucoup moins onéreuse en terme de réglementation que d'autres propositions, comme l'introduction d'une agence de notation publique et la rémunération du secteur de notation via une taxe prélevée sur les transactions financières (voir Giraud and Renouard, 2009, ch. 2 qui avancent une telle idée).

Intégration de normes ISR et des objectifs ESG dans le reporting des entreprises (voir Giraud and Renouard, 2009, ch. 3).

L'entreprise et la société des « stakeholders ». L'entreprise constitue le noeud d'un réseau d'intérêt divers et souvent divergeants. Ce noeud se crée pour permettre l'exercice du pouvoir afin de pouvoir protéger les intérêts de ceux qui effectuent des investissements spécifiques (c'est-à-dire qui ne peuvent pas être écoulés sur des marchés sans pertes financières importantes ; Rajan and Zingales, 1998). La définition de l'entreprise comme la seule propriété actionariale ne saurait donc être une définition suffisante, comme le veut le libéralisme classique (e.g. Salin, 2000, ch. 7), ou alors seulement si une partie de ces intérêts ne sont pas pris en compte proprement (et qu'il y a donc expropriation des investissements spécifiques, par exemple).

TABLE 1 – Résumé des débats concernant les réformes du secteur financier et de la politique monétaire

	Régulation prudentielle			Limiter la prise de risque			Compensation		Banque centrale	
	Régulation du risque systémique	Changement de la régulation micro- et macro-prudentielle	Régulation du système alternatif	Régulation du système bancaire	Changement des règles de capitalisation bancaire	Régulation des agences de notation	Régulation anti-traité du secteur bancaire	Limitation de la compensation managériale	Régulation des bonus	Changement des objectifs de la politique monétaire
Allemagne	EC	EC	EC	EC	EC	O	N	O	O	N
Australie							N	EC		
Autriche	EC	EC	EC	EC	EC	O	N	EC	EC	N
Bélgique	EC	EC	EC	EC	EC	O	N	EC	EC	N
Canada							N	N		EC (price-level targeting)
Corée du Sud	EC						N	N		
Danemark	EC	EC	EC	EC	EC	O	N	EC	EC	
Espagne	EC	EC	EC	EC	EC	O	N	EC		N
Etats-Unis	EC	EC	EC	EC	EC	EC	N	N	EC	EC (asset-price targeting)
Finlande	EC	EC	EC	EC	EC	O	N	EC	EC	N
France	EC	EC	EC	EC	EC	O	N	O	O	N
Grèce	EC	EC	EC	EC	EC	O	N	EC	EC	N
Irlande	EC	EC	EC	EC	EC	O	N	EC	EC	N
Italie	EC	EC	EC	EC	EC	O	N	EC		N
Japon							N	N		
Norvège							N	EC		
Nouvelle Zélande							N	EC		
Pays-Bas	EC	EC	EC	EC	EC	O	N	EC	EC	N
Portugal	EC	EC	EC	EC	EC	O	N	EC		N
Royaume-Uni	EC	EC	EC	EC	EC	O	N	N	EC	
Suède	EC	EC	EC	EC	EC	O	N	EC		EC (price-level targeting)
Suisse							N	N	N	

Note : « O » = Oui ; « N » = Non ; « EC » = en cours (Novembre 2009).

Source : IIES basé sur Bloomberg, CNBC, BRI, FMI et sources nationales.

Globalisation financière. (Pauly, 2009)

(Aglietta and Berrebi, 2007)

Banque centrale. Depuis le début de la crise, la question d'une reformulation de la politique monétaire a refait surface. Alors que la plupart des banques centrales dans le monde s'accorde sur le principe du ciblage de l'inflation (plus ou moins explicitement, la Banque Centrale Européenne notamment insiste encore beaucoup sur sa stratégie de deux piliers alors qu'en pratique elle suit assez précisément le taux d'inflation), la question demeure, quel taux d'inflation prendre en considération. En particulier, le débat tourne autour de la question si oui ou non, les prix d'actifs (marché boursier, prix immobiliers) doivent prendre une place plus éminente dans la définition de l'objectif monétaire afin de limiter les excès spéculatifs (Klyuev *et al.*, 2009).

Politique sociale. L'ultime cause de la crise doit être cherchée dans le creusement des inégalités de revenu et des déséquilibres sociaux, non seulement aux Etats-Unis mais dans le monde (IILS, 2008a), comme nous l'avons discuté dans la deuxième section. Différents auteurs ont alors insisté sur l'importance de mettre en place des changements de politique afin de stimuler la consommation dans les pays à excédents d'épargne et de réduire l'endettement dans les pays avec une forte propension de ménages (sur)endettés.

Tout d'abord la crise marquera très probablement la fin d'une politique sociale dite « de substitution », notamment aux Etats-Unis. Alors que les classes défavorisées attendaient un vrai soutien de leur pouvoir d'achat et de leur capacité d'accéder à des emplois stables et bien rémunérés, les pouvoirs politiques américains ont préféré soutenir la consommation des ménages à faible revenu via une relaxation des conditions de crédit hypothécaire. D'une certaine manière, la libéralisation financière était destinée à permettre aux ménages à faible revenu d'accéder au crédit. Une telle politique pouvait être comprise comme un moyen de surmonter des défaillances de marché qui empêchaient au préalable certains ménages de bénéficier d'une meilleure dynamique de leur consommation au cours du cycle de leur vie. Pourtant, au final, une telle politique encourageait le surendettement et la prise de risque de la part des acteurs financiers pour un gain à court terme et une augmentation des faillites personnelles, avec des conséquences économiques et sociales souvent dramatiques pour les ménages individuels.

4.2 ...se heurte à des contraintes politiques...

- Manque de coordination internationale et course vers le bas (voir Acharya and Richardson, 2009, ch. 18).
- Arbitrage réglementaire suite à un lobbying sectoriel
- Concurrence internationale des multi-nationales et arbitrage géographique des activités financières
- Régulation prudentielle uniquement pour protéger les « insiders », pas les investisseurs étrangers.
- Cadre national et régional de la politique monétaire ; coordination internationale uniquement en temps de crise suite aux situations cycliques similaires.

4.3 ...mais quelques acteurs sont susceptibles de prendre le relais

La montée en puissance des pays émergents dans l'économie mondiale a permis à de nouveaux acteurs d'entrer en scènes (Aglietta and Berrebi, 2007). En particulier les pays exportateurs de pétrole, mais également la Chine avec ses réserves de change extraordinaire, ont créé des fonds souverains afin d'investir au mieux leurs fonds financiers sur les marchés internationaux. Or, aujourd'hui, ces fonds pèsent lourd dans les bilans des entreprises, banques et fonds d'investissement des pays avancés au point qu'ils obtiennent un pouvoir de négociation non-négligeable leur permettant ainsi de déterminer en partie les règles de l'architecture financière internationale. Ceci deviendra plus important encore dans l'avenir étant donné la tendance inhérente d'une réappropriation de ces moyens financiers par les pays avancés afin de stabiliser leurs économies et leurs finances publiques.

5 Dynamique politique et scénarios de sortie

Bien qu'il y ait une richesse de propositions de ré-régulation des marchés financiers, tout n'est pas possible. Alors que la crise semblait sonner le glas de la financiarisation du monde il y a à peine un an, la sortie de crise - malgré ses difficultés - semble déjà dissiper certaines propositions les plus radicales. Dans cette section, nous proposons l'analyse de trois scénarios de sortie de crise sur la base des propositions discutées préalablement. Outre leur cohérence interne, nous nous interrogeons également sur leur viabilité politique et donc sur la probabilité de voir se réaliser tel ou tel scénario. Il ne s'agit pas ici de prédire tel ou tel avenir plus ou moins sombre ou de nous livrer à des projections économiques, comme tant d'autres observateurs contemporains (le dernier en date étant Artus and Pastré, 2009). Plutôt, nous nous interrogeons sur les configurations politico-économiques stables, indépendamment de la dynamique économique qu'elles sont susceptibles de générer. En revanche, nous indiquons les conséquences des différents scénarios quant à la distribution des bénéfices et coûts, tant sur le plan de politique intérieure qu'à l'échelle globale. Enfin, nous concluons cette section avec des perspectives sur un scénario souhaitable, décrivant ainsi les grandes lignes d'un nouveau compromis à bâtir mais qui - à nos yeux - ne verra pas le jour sans l'effort considérable de plusieurs acteurs de s'accorder sur un autre compromis que ceux qui sont en train d'émerger.

5.1 L'équilibre global des liquidités

La crise financière a mis en cause l'équilibre global établi. A cet égard, le premier changement que la crise financière est susceptible d'apporter à l'équilibre global concerne le pouvoir économique relatif entre pays développés et émergents. La différence de performance économique et le découplage - relatif - des grandes puissances émergentes telles la Chine, l'Inde, le Brésil, ou même l'Indonésie du reste de l'économie globale ne constitue qu'un seul élément de réponse. Plus important encore, le transfert de richesse qui a eu lieu ces dix dernières années, avec une accumulation de réserves de l'échange correspondant à un endettement de plus en plus importants de certains (grands) pays de l'Occident - notamment les Etats-Unis, mais également l'Espagne et les pays d'Europe de l'Est - a remis en question la prédominance américaine

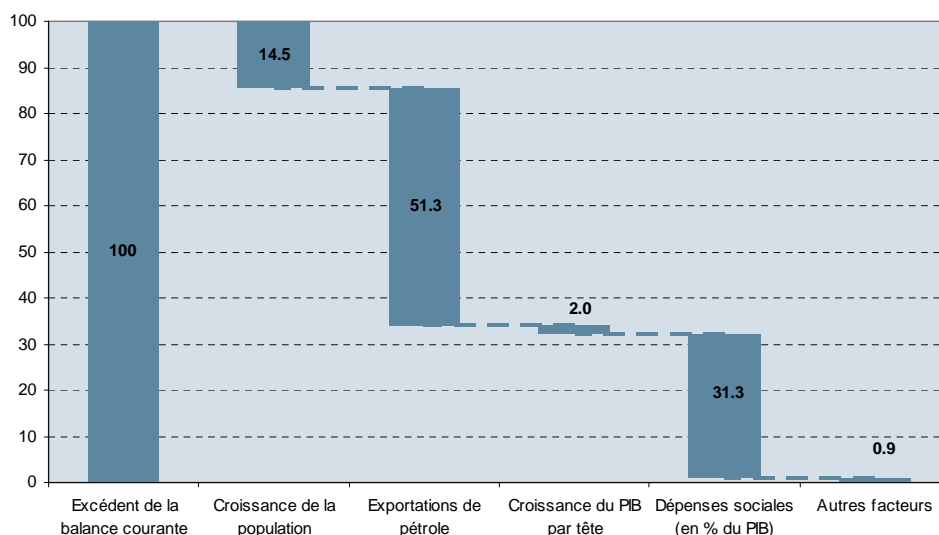
dans les échanges monétaires internationaux.

En effet, suite à la crise Asiatique (1997-98), les pays de l'Asie de Sud-Est et la Chine ont mis particulièrement sur une accumulation de réserve de l'échange - notamment en dollars américains - afin de pouvoir intervenir et stabiliser la valeur externe de leur monnaie en cas de besoin. A ce jour, la Chine à elle même a accumulé une réserve de 2.3 billions de dollars américains, l'équivalent de 3.8% du PIB mondial.

Le manque de développement du secteur financier dans les pays émergents est un deuxième élément qui explique pourquoi l'excès de liquidité a été investi aux Etats-Unis plutôt que sur le marché domestique.

Finalement - et ceci est particulièrement vrai pour la Chine - le manque de politique sociale à l'image de ce qui est pratiqué dans certains pays de l'OCDE a poussé les ménages chinois d'épargner pour des jours moins fastidieux

FIGURE 4 – Facteurs d'excédents de la balance courante



La résolution de la crise et la stabilisation durable de l'économie mondiale passera alors par un retour à des déséquilibres des balances courantes plus soutenable et compatible avec une convergence des conditions de vie et de travail dans le monde (Prasad, 2009). Or, une telle résolution peut se faire via différents canaux qui déterminent - autant qu'ils sont déterminés à leur tour - l'évolution des politiques de réformes et l'émergence de différents scénarios. De manière schématique, les déséquilibres peuvent être absorbés (au moins partiellement) par trois mécanismes (Dean and Koromzay, 1987) :

- Un approfondissement des marchés financiers internationaux - ce qui impliquera très probablement un développement plus soutenu des marchés financiers locaux - afin de multiplier les opportunités d'investissement, de stabiliser ces flux et de limiter le recours à une politique de réserve dictée par la précaution. L'allocation de capital augmente alors, améliorant ainsi les rendements des investisseurs internationaux et stabilisant les flux entrants (Abiad *et al.*, 2008). Ainsi, les pays émergents pourront plus facilement bénéficier des flux entrants - à l'image du

modèle de développement des pays d'Europe de l'Est - et serait moins tenté d'exporter leur épargne. Ainsi, l'investissement mondial augmentera ;

- Une réorientation dans les pays excédentaires vers une consommation domestique, potentiellement soutenue par un développement de leur secteur financier et une politique sociale plus importante. C'est la solution la plus directe afin de réduire les excédents commerciaux. En même temps, une diminution de l'épargne mondiale disponible augmentera les taux d'intérêt (long) et conduira à une diminution de l'excès de consommation dans les pays déficitaires (notamment les Etats-Unis qui seraient obligés d'augmenter leur taux d'épargne privée durablement) ;
- Un abaissement du taux de croissance potentielle dans les pays émergents relatif aux pays développés. A politique monétaire inchangée, cela impliquera une diminution des exportations et donc une fermeture (relative) de la balance courante dans les pays excédentaires.

Les trois mécanismes d'ajustement se traduisent par des scénarios de croissance mondiale tout à fait différents. Et pourtant, en tant que tel, aucun de ces trois mécanismes peut être considéré comme stable, naissant de lui-même des difficultés économiques et sociales que l'économie mondiale connaît actuellement. Ce sont les acteurs politiques et économiques qui déterminent leur viabilité et qui rend tel mécanisme plus probable que tel autre.

5.2 Entre dynamique économique et jeu politique

La co-évolution entre économie et politique implique une multitude de scénarios de sortie qui peuvent être considérés - chacun de sa manière - comme des sentiers politico-économique d'équilibres.³ Il convient alors au chercheur d'établir un certain nombre de scénarios possibles, considérant leur logique interne comme cohérente, mais si - d'un point de vue d'un quelconque critère d'optimalité - ces scénarios ne peuvent être considérés comme optimaux. L'importance porte donc sur la cohérence interne et la capacité d'une voie de sortie de crise soutenable afin de se stabiliser autour d'un nouvel équilibre. Sur la base des différentes propositions et en connaissance de la situation économique actuelle, trois scénarios semblent alors possible que nous discuterons en détails dans cette section.

5.2.1 Une financiarisation accrue

La crise financière a considérablement et durablement affaibli le pouvoir politique. La dette publique augmente dans pratiquement tous les pays de l'OCDE de plusieurs points de pourcentage. Pour les pays avancés du G20, le taux d'endettement atteindra alors plus de 100% au milieu de la décennie prochaine. Le Japon championne cette liste avec un taux d'endettement de plus de 200% qui sera atteint dans un ou deux ans (IMF, 2009b).

3. Pour une introduction au concept de la co-évolution voir Ernst (2007).

TABLE 2 – Evolution de la dette publique (G20)

Pays	2007	2009	2010	2014
Afrique du Sud	28.5	30.8	33.5	34.8
Allemagne	6,4	78.7	84.5	89.3
Arabie saoudite	18.5	14.5	12.5	9.3
Argentine	67.9	60.5	58.1	46.4
Australie	9.8	16.9	22.7	27.8
Brésil	66.8	68.5	65.9	58.8
Canada	64.2	78.2	79.3	68.9
Chine	20.2	20.2	22.2	20.0
Corée	29.6	34.9	39.4	35.4
Etats-Unis	61.9	84.8	93.6	108.2
France	63.8	78.0	85.4	96.3
Inde	80.5	84.7	85.9	78.6
Indonesie	35.1	31.5	31.2	27.1
Italie	103.5	115.8	120.1	128.5
Japon	187.7	218.6	227.0	245.6
México	38.2	47.8	47.9	44.3
Royaume-Uni	44.1	68.7	81.7	98.3
Russie	7.4	7.2	7.7	7.2
Turquie	39.4	48.1	49.6	52.8
G20	62.0	75.1	80.2	85.9
G20 (pays avancés)	78.2	98.9	106.7	118.4
G20 (pays émergents)	37.4	38.9	39.6	36.2

Source : IMF (2009b), tableau annex 1

Le premier scénario part du constat d'un affaiblissement considérable des pouvoirs politiques suite aux interventions de sauvetage du secteur financier puis au maintien de la demande agrégée. De ce fait, la marge de manoeuvre des pays du G20 (notamment des pays avancés) sera considérablement réduite. Notamment, les pays avancés voudront récupérer de l'« espace fiscal » afin de pouvoir intervenir dans d'autres circonstances similaires à l'avenir. Par ailleurs, le vieillissement de la population se fera sentir de plus en plus dans les comptes publics, notamment parmi les pays qui sont caractérisés par un recul de leur population (p. ex. l'Allemagne) ou au moins de leur population en âge active (p. ex. Pays-Bas). Finalement, une telle demande internationale et coordonnée pour des fonds de la part des pouvoirs publics ne se pourra produire sans effets visiblement sur les marchés financiers internationaux. La situation n'est d'ailleurs pas sans ressemblance aux développements dans les années 1970s et 1980s lorsque les deux chocs pétroliers ont poussé bon nombre de pays de l'OCDE d'ouvrir leurs comptes de capitaux afin de pouvoir accéder à l'épargne internationale.

De manière similaire, la situation actuelle pourra mener à une approche de politique et de régulation favorable au développement futur des marchés financiers. Ainsi, le pouvoir de négociation gagné par les acteurs financiers du fait de leur large contribution à financer la dette publique pourra infléchir certaines prises de position qui - aujourd'hui - sont encore très marquées par l'expérience de la crise. Les positions les plus radicales - comme, par exemple, la restriction de certains instruments financiers comme le « short-selling » ou même une transaction financière internationale (« Tax Tobin ») ne verront

très probablement jamais le jour. Mais avec l'affaiblissement de la mémoire de la crise (ainsi que des comptes publics), d'autres positions de la communauté internationale des investisseurs financiers pourront ré-émerger, tel la protection de l'investissement étranger contre une taxation excessive ou la facilité d'introduire de nouveaux instruments financiers encore inconnus aujourd'hui. Et tout cela menera inéluctablement à un approfondissement du marché financier et une plus grande intégration financière internationale, n'en déplaise aux critiques. D'ailleurs, il est presque certains que certaines propositions déjà sur la table aujourd'hui seront successivement introduites, tel les chambres de compensation (« clearing-house ») pour certains marchés, notamment interbancaire, ainsi qu'une amélioration de l'infrastructure de paiement internationale.

Un tel approfondissement du marché financier aura en toute vraisemblance des conséquences substantielle pour l'économie réelle. D'une part, la croissance tirée par la création de liquidité telle que nous l'avons observée dans le passé pourra se remettre en place après une brève pause due à la crise. D'autre part, au niveau micro-économique, les relations financières seront encore plus que dans le passé remplacées par des relations dites « à distance », c'est-à-dire sans réelle implication de l'investisseur financier dans les affaires internes de son investissement.⁴ Il s'agira alors de remplacer successivement les relations spécifiques existantes encore aujourd'hui entre différentes parties prenantes (« stakeholders ») avec des interactions anonymes de marché. Un tel changement n'est pas sans conséquence pour la gestion micro-économique d'une entreprise et peut notamment avoir des conséquence substantielle quant à la productivité individuelle d'un projet d'investissement (Amable and Ernst, 2010).

Par ailleurs, la pression financière sur la sphère réelle sera maintenue dans un tel scénario et progressera probablement encore plus. Une telle généralisation d'objectifs de rentabilité financière n'est compatible avec des taux de profitabilité opérationnelle (et le taux actuel de la croissance potentielle de la productivité) que si le niveau d'endettement des entreprises continue de croître. Certains dirigeants de banque internationale - tel le célèbre J. Ackermann de la Deutsche Bank - ont d'ailleurs remis sur la table la fameuse exigence d'une rentabilité financière (avant impôts) de 25%, un chiffre qui ne peut être atteint - du moins dans les pays et secteurs avancés - que lorsque le niveau d'endettement augmente sensiblement.

En même temps, et pourvu que les acteurs politiques et la banque centrale permettront une augmentation de l'endettement généralisé - c'est-à-dire non seulement limité au seul secteur bancaire mais étendu à l'ensemble de l'économie (réelle) - un tel scénario incarne également la possibilité d'un retour à une croissance plus soutenue dans un avenir roche. En revanche, la pression financière montant à son apogée, les frictions sociales - notamment via la diminution accrue du pouvoir de négociation des salariés - augmentera et ce scénario se traduira par un accroissement continu des inégalités sociales et salariales.

Finalement, un tel scénario impliquera très probablement le mouvement du centre de gravité économique et financière vers les pays émergents, notamment en Asie de l'Est. Les fonds souverains, notamment, occuperont un rôle prépondérant dans la gestion de liquidité et dans la négociation de nouvelles règles pour l'architecture financière internationale afin de pouvoir mieux protéger leurs investissements, mais égale-

4. La littérature économique de la finance distingue entre les relations « à distance » (« arm's length ») et les relations directes (p. ex. le modèle de la « Hausbank » allemande) afin de décrire les degrés différents avec lesquels le financier s'impliquera dans la gestion et de la supervision des affaires opérationnelles de son investissement.

ment afin de pouvoir développer de nouvelles opportunités d'investissement. Un tel scénario certainement accélèrera la fin de l'ère Postfordiste et l'émergence du nouveau monde « Post-Américain » (Zakaria, 2008). En même temps, une augmentation des flux financiers mondiaux pourra contribuer à une amélioration des investissements notamment dans les pays émergents et ceci via un meilleur développement de leur secteur financier et bancaire. Les déséquilibres globaux qui ont tant contribué à faire émerger la crise actuelle se verront alors resorber - du moins en partie - avec l'amélioration de l'infrastructure financière dans ces pays émergents, accélérant ainsi la convergence entre les différents pays du G20 et l'établissement d'un ordre mondial multi-polaire tant politique qu'économique.

5.2.2 La fin de la globalisation

Le deuxième scénario prend le même point de départ comme le premier, notamment l'augmentation considérable de l'effort fiscal, notamment des économies avancées. Mais dans ce scénario, au lieu d'y voir une contrainte ou un poids qui réduit la capacité des pouvoirs publics, le voit comme l'avancement d'un retour à l'état fort, présent dans tous les domaines de la vie et fortement impliqué dans la gestion des transactions internationales. Autrement dit, ce scénario prévoit un retour du capitalisme d'état (Bremmer, 2009).

Un tel scénario mettera l'accent sur l'important contrôle que l'état a gagné suite à son intervention pour stabiliser le système financiers. Ainsi, le secteur financier fut repris en main en grande partie par l'autorité publique à un niveau inconnu au moins depuis les années 1980 (et la vague de nationalisation bancaire en France). L'expérience des pays Nordique - et notamment de la Suède - montre pourtant qu'un désengagement public dans le secteur bancaire pour s'étendre sur plusieurs années, voire une décennie. Même si des nationalisations directes dans le secteur bancaire sont restées relativement limitées (HypoRealEstate en Allemagne étant parmi les banques les plus grandes à passer sous le contrôle étatique), la dissolution des banques dites « mauvaises » (« bad banks ») et même l'acceptation par différentes banques centrales d'un collatéral plus risqué en contrepartie de la liquidité monétaire ne pourront pas être abandonnées rapidement sans une nouvelle perturbation des marchés financiers.

Force est de constater que d'ores et déjà, l'augmentation du pouvoir des gouvernements a conduit ces derniers à augmenter les obstacles aux échanges internationaux. Plusieurs programmes de stimulus fiscal ont visé principalement la production nationale (« Buy America ») et certaines barrières tarifaires furent augmentées dans la mesure de ce que les accords multi-latéraux permettent. En même, toutes tentatives de remettre de vie dans un nouvel accord dit de « Doha » est, pour l'instant, resté en vain. Ainsi, il y a un risque fort et persistant que la diminution massive observée dans les échanges internationaux suite à la crise financière ne sera pas surmonté aussi tôt et que même un abaissement durablement pourra intervenir. Similairement, la rérégulation du marché financier ainsi que le réflexe protectionniste des pays avancés face à l'arrivée d'importants fonds souverains venant des pays émergents, les restrictions d'investissement international sont susceptibles de (ré-)augmenter dans l'avenir, avec des conséquences substantielles pour les échanges commerciaux et la capacité des entreprises multinationales d'organiser leur production à l'échelle mondiale.

Par ailleurs, les difficultés persistentes d'obtenir des fonds afin de fluidifier les

échanges commerciaux et la méfiance des acteurs économiques à préfinancer les exportations pourra mener à une réorientation - du moins partielle - des chaînes globales de production vers une production plus localement concentrée. En outre, il y a de bonnes raisons de croire que dans l'avenir les producteurs préféreront un rapprochement avec leurs clients finaux afin de pouvoir fabriquer au plus près des besoins à partir des composantes standardisées (on parle alors de « glocalisation » Dziemba *et al.*, 2009).

Ainsi, une réappropriation des rentes de l'échange par les pays avancés semble possible selon ce scénario. Il sera accompagné par un retour d'inflation dynamisée par la boucle prix-salaires, telle qu'elle était présente lors des Trentes Glorieuses et de la période Fordiste. En même temps, une reconfiguration politique vers un compromis politique entre managers et salariés sera rendu possible par une diminution de la pression concurrentielle internationale. En même temps, les avantages de la division internationale du travail seront affaiblis, bien que cette perte devrait être moins importante dans une zone économique bien intégrée comme l'Union Européenne qu'au Japon ou aux Etats-Unis.

Finalement, une telle fin - du moins temporaire - de la globalisation marquera également la fin du modèle de croissance tiré par les exportations et forcera certains pays émergents de trouver des sources domestiques de croissance. Certains pays émergents du fait de leur plus grande taille, comme p. ex. l'Indonésie, ont d'ailleurs déjà commencé à favoriser et stimuler la consommation privée au dépens d'une trop grande dépendance des exportations. Or, une telle réorientation ne sera possible que pour les pays suffisamment grands, d'autres devront trouver alors l'abri dans des zones de libre-échange régionales ou alors forfaire une partie non-négligeable de leur potentiel de croissance.

5.2.3 Décroissance et l'économie verte

Le dernier scénario est celui d'une restructuration économique vers de nouveaux secteurs économiques, notamment dans les industries naissantes dites « vertes ». Un tel changement d'orientation suppose que la sphère politique regagnera une partie de son autonomie perdue lors de la crise financière. En particulier, la réforme du système de taxation et son orientation vers un encouragement des activités favorables à l'environnement pourra contribuer non seulement à une économie moins polluante mais également à un assainissement des finances publiques. Ainsi, le politique pourra de nouveau occuper une place plus importante dans la définition de la stratégie économique de son pays sans pour autant compromettre des objectifs indépendants des intérêts d'autres acteurs économiques et financiers.

En même temps, une reorientation des politiques vers des secteurs verts et moins polluants sera très probablement accompagnée d'un affaiblissement - du moins temporairement - du taux de croissance potentielle, et ceci pour la raison simple que les technologies actuelles pour une large partie se fondent sur l'exploitation d'une ressource commune et sous-évaluée dans le système actuel. En effet, une fois les véritables coûts de la dégradation environnementale intégrés dans les calculs économiques, le prix d'énergie ainsi que celui de l'utilisation d'autres ressources épuisables sera très probablement plus élevés qu'actuellement. En même temps - et plusieurs études le montrent (voir ILS, 2009, ch. 4 pour un résumé et une analyse originale) - à long terme, une telle politique pourra probablement libérer des forces productives importantes qui permettront

d'ouvrir de nouvelles opportunités de croissance.

A ce propos, un point important est à mentionner : Le modèle de croissance actuel reposant sur des ressources épuisables se retrouvera confronté assez rapidement après la sortie de crise à une hausse durable et potentiellement exponentielle des prix des matières premières, tel le pétrole mais également les produits alimentaires de base (riz, blé, maïs). Ainsi, une restructuration de l'économie vers des ressources renouvelables pourra réduire la pression inflationniste et ainsi permettre une reprise durable *et* soutenable.

Néanmoins, il n'est d'aucune utilité de minimiser les défis d'une telle politique et des coûts de transition. L'expérience particulièrement douloureuse dans les pays européens après les deux chocs pétroliers - et la restructuration sectorielle que cela a engendrée - montre que des effets d'un ajustement structurel peuvent se faire sentir pendant plusieurs années, voire des décennies, et cela d'autant plus intensément que certains obstacles sur les marchés du travail et des produits prévalent qui empêcheront une transition rapide d'emploi et d'employés d'un secteur à l'autre. Dans la mesure qu'un tel ajustement ne se fera pas sans frictions importantes, le chômage structurel augmentera de manière durable et le taux de croissance (potentielle) de la productivité apparente du travail et des salaires réels baissera (dans un contexte initial de faible augmentation salariale). Cela peut engendrer des effets adverses supplémentaires, notamment *via* un affaiblissement de la demande agrégée. En même temps, l'augmentation de la taxation utilisée pour réorienter l'économie vers des secteurs verts ne sera probablement pas versée intégralement afin de financer des nouveaux emplois, et ceci pour la simple raison d'une dégradation importante des comptes publics suite à la crise.

Par ailleurs - et les discussions actuelles autour du sommet de Copenhague le montrent amplement - il n'est pas sûr d'obtenir un accord suffisamment large parmi les pays du G20 (encore moins si l'on inclut un pan plus large de pays) pour procéder à un tel changement d'orientation de la politique économique. L'intensité énergétique étant plus importante dans les pays émergents, une telle politique risque d'arrêter la convergence globale des standards de niveau de vie. Ainsi, il est fort probable que les pays émergents s'opposeront à toute tentative de leur imposer un mode de croissance qui pourrait durablement affaiblir les chances de se développer et de réduire le gap dans leur niveau de vie avec les pays avancés.

6 Un autre monde

D'une certaine manière, ces trois scénarios sont mutuellement exclusifs. Au premier, c'est la finance qui continue à prédominer l'économie réelle ainsi que le politique, au deuxième, le pouvoir se rééquilibre vers un compromis entre salariés et employeurs et alors qu'au troisième c'est le politique qui reprend les rênes afin d'imposer ses objectifs (environnementaux). Or, les trois scénarios semblent être loin de constituer un optimum. La question se pose alors : Un autre monde est-il possible ? (Stiglitz, 2006)

Cette dernière section présente alors quelques éléments phare d'une proposition alternative qui combine différents éléments des scénarios évoqués préalablement tout en indiquant les supports politiques nécessaires qu'une telle proposition devrait et pourrait mettre en place.

6.1 Comment remettre de l'ordre dans les finances publiques

La crise financière conjuguée au vieillissement de la population posera un défi fiscal de plus en plus important dans les années à venir. Ainsi, la soutenabilité de la dette publique ne peut probablement pas être garantie uniquement par une augmentation conséquente des surplus primaires (selon les calculs du FMI, cela représenterait un renfermissement de la politique fiscale de 8 points de pourcentage entre 2011 et 2020 en termes structurels afin de plafonner la dette publique à 60%, voir Cottarelli and Viñals, 2009) ou par une augmentation (graduelle) du taux d'inflation d'équilibre. La première possibilité semble être hors d'atteinte étant donné l'ampleur du défi. En revanche, une combinaison entre une hausse contrôlée du taux d'inflation et un renforcement des surplus primaire pourrait conduire à une stabilisation de la dette publique rapide.

Une hausse tendancielle du taux d'inflation aurait un autre bénéfice : Celui d'un retablisement des marges de profits et la possibilité d'une croissance salariale (nominale) plus malléable. Contrairement aux années 1970 et 1980 pendant lesquelles une telle hausse était perçue comme une attaque contre les détenteurs de capitaux, la profondeur notamment des marchés des actions d'entreprises permet une meilleure protection des investisseurs financiers les moins frileux au risque au détriment de ceux qui sont fortement averses au risque (et qui continueront à investir sur les marchés obligataires). Un compromis (au moins implicite) entre financiers et salariés sera donc possible et pourrait être plus facilement mis en place qu'auparavant. En même temps, une hausse continue des salaires - tirée par l'augmentation du taux d'inflation sous l'impulsion monétaire - éviterait une guerre fratricide de dévaluation compétitive *via* une baisse des coûts unitaires et permettrait de stabiliser la demande agrégée ainsi que les marges de vente. La demande agrégée sera d'autant plus forte que - notamment dans les pays à taux d'endettement de ménage élevé, comme aux Etats-Unis - le taux d'inflation soulèvera le poids de la dette privée au même titre qu'il diminuera celui de la dette publique, ce qui permettra de limiter l'augmentation du taux d'épargne ou, tout au moins, de ralentir sa hausse.

Par ailleurs, la chute tendancielle du taux d'inflation a probablement réduit le potentiel de croissance, notamment en Europe. La « Grande Modération », en partie dû à l'entrée de la Chine et de l'Inde sur le marché mondial (comme expliqué *supra*), a permis de considérablement baissé le taux d'inflation moyen. Or, et la théorie et l'empirie économique suggèrent que les rigidités (nominales) des prix et salaires, les frictions du marché du travail et des biens et services ainsi que l'existence d'un excès de détention monétaire peuvent permettre à l'inflation de rehausser le taux de croissance de l'investissement et de la production, au moins à des niveaux modérés (voir, p. ex., Shi, 1999).

Le retablisement de la soutenabilité fiscale ne pouvant pas être seul laissé au rehaussement du taux d'inflation, l'état jouera un rôle prépondérant en restructurant son système de taxation afin d'encourager les technologies vertes et la création d'emploi dans de (nouveaux) secteurs moins intenses en énergie. Une telle reorientation des politiques publiques pourrait à seule combler jusqu'à un quart du gap de soutenabilité tout en préparant les économies à la reconversion vers des énergies et industries moins polluantes. Un tel investissement permettra également d'anticiper la hausse future des prix des énergies non-renouvelables (notamment du pétrole) qui devraient recommencer à grimper dès la sortie de crise pour la majorité des pays développés. Ainsi, l'incitation à investir dans des technologies vertes serait renforcer ce qui permettra à terme à éco-

nomiser des coûts importants d'importations en matières premières (pratiquement tous les pays développés sont importateurs net d'énergie). L'utilisation simultanée d'une politique inflationniste devrait atténuer quelque peu l'impact négatif sur la croissance potentielle que l'imposition verte et l'ajustement structurel provoqué par la lutte contre le réchauffement climatique peuvent avoir.

6.2 Des marchés financiers soutenables

En même temps, il semble être indispensable aujourd'hui de continuer à développer les marchés financiers, notamment dans les pays émergents. Un retour à l'autarcie financière - même si elle est théorique possible - ne résoudra aucun des problèmes de stabilité économique posée par un excès de confiance. En revanche, une politique de partage de la valeur ajoutée telle proposée par le scénario de compromis politique entre investisseurs financiers et salariés pourrait s'avérer bénéfique pour les deux à condition que les marchés financiers sont suffisamment profonds et bien régulés afin de pouvoir lever des fonds et s'assurer en toute tranquillité. Cela nécessite le développement de l'infrastructure financière afin de limiter l'information privée et de créer des centrales de contre-partie capables d'intervenir et de stabiliser le marché. A ce propos, les propositions de re-régulation des marchés financiers telles qu'elles étaient exposées dans la section précédente n'impliquent pas nécessairement une contrainte pour la croissance future des transactions financières. Au contraire, une telle régulation doit être considérée comme une infrastructure indispensable au (bon) développement de ses marchés avec comme objectif la stabilité et la maîtrise de la volatilité de ces flux afin de prévenir un retour excessif suite à des excès de confiance. Notamment un renforcement des règles de capitalisation des banques ou encore le développement des systèmes de paiement internationaux est primordial à cet égard. Par ailleurs, sur un plan macro-économique internationale, une telle stabilisation des marchés financiers internationaux aurait l'avantage de réduire le besoin des pays émergents d'avoir recours à l'accumulation des réserves, ce qui pour l'instant était pour eux le seul - et très coûteux - moyen de s'assurer contre les chocs de contagion.

6.3 Une économie réelle au service de la société

L'approfondissement des marchés financiers et l'achèvement d'une intégration de plus en plus globale ne pourra pas éviter des crises futures. Comme le montre la crise actuelle, certains caractéristiques de l'économie mondiale lié à son degré avancé d'intégration commerciale ont pour conséquence des effets de multiplicateur de chocs. Il est donc indispensable de renforcer les mécanismes d'absorption de choc, notamment des systèmes de sécurité sociale mais également des systèmes de taxation contribuant à une stabilisation automatique. A ce propos, il est intéressant de noter qu'une taxation progressive de revenu tel pratiquée dans la plupart des pays de l'Europe (de l'Ouest) est particulièrement apte à renforcer cette stabilisation automatique.

Pour les pays émergents encore plus que pour les pays avancés le développement des systèmes de sécurité sociale ainsi qu'une taxation progressive pourra apporter une stabilisation importante de leur économie et des instrument de réduire l'excès d'épargne privée que nous avons constaté dans la deuxième section. Il est intéressant de noter, à ce propos, que malgré l'avancement économique de bon nombre de pays émer-

gents notamment de l'Asie de l'Est, des systèmes de santé, de chômage ou de retraite font largement défaut, ce qui a pour conséquence dans plusieurs cas que des solutions privées se mettent en place qui ne résolvent que partiellement le problème initial et souvent au coût de problèmes supplémentaires pour leurs marchés du travail (ce qui est notamment le cas pour le système de retraite et les paiements de départ), Ainsi, une introduction graduelle de certaines formes minimales de provisions sociales pourraient non seulement contribuer à réduire la tendance à une épargne privée excessive mais en même temps améliorer le système économique et renforcer la croissance potentielle de ces pays.

Le développement des industries créatives et la diffusion rapide de nouvelles technologies verte et de santé dépendra également d'un assouplissement du système international de brevetage. Protéger la moindre idée aussi minime qu'elle fut, menacer de mettre en marche la machinerie judiciaire pour la moindre reprise - aussi petite qu'elle fut - d'un morceaux de chanson ou d'un oeuvre d'art diminuera indéniablement l'activité artistique et affaiblira la diffusion rapide de nouvelles technologies et de nouvelles techniques culturelles. Pourtant, des alternatives existent (Anderson, 2009).

Ensemble, ces propositions - si elles arrivent à influencer le débat politique - ont le potentiel de stabiliser l'économie mondiale en réduisant les équilibres financiers et économiques. En même temps, elles permettront d'augmenter le potentiel de croissance économique ainsi qu'un partage plus équilibré des gains de productivité. Rétablir une croissance socialement et écologiquement durable doit être l'objectif primordial d'un tel monde alternatif. Un tel rééquilibrage n'implique pas nécessairement un affaiblissement de croissance - comme c'est le cas dans notre troisième scénario - encore faut-il libérer les forces productives et créatives dans des secteurs d'avenir !

6.4 Quelques réflexions finales

L'avenir du capitalisme promet des changements profonds de la régulation du système marchand. Cette présente communication notait que la crise a provoqué non seulement des mises en causes de certains déséquilibres économiques et sociaux qui ont pu s'accumuler au cours des deux à trois dernières décennies. Elle a ébranlé les compromis politiques sous-jacents de la période Postfordiste. C'est cette rupture politique qui fera de cette crise un événement historique au-delà des conséquences économiques désastreuses qu'elle a causées.

Notre communication a alors proposé trois scénarios non de sortie de crise mais des changements de la Régulation du capitalisme tels quels se présentent aujourd'hui. Comme avec tout exercice de prévision, nul peut prétendre de connaître quel est le scénario le plus probable. Néanmoins, il y a quelques signes avant-coureur qui rendent certains scénarios plus probables que d'autres. En particulier, les configurations internationales et géo-politiques ouvrent la voie plus facilement à des accords n'impliquant qu'une régulation *a minima*. Inversement, certaines reconfigurations ne sont possible que lorsque la tendance à la globalisation s'inverse totalement, chose qui ne semble pas très probable à l'heure actuelle.

La conséquence que cette communication tire de ces considérations met alors l'accent sur une financiarisation accrue au cours des prochaines années. Non seulement peut elle permettre à une certaine stabilisation dans la mesure où les marchés finan-

ciers profonds peuvent elle-même développé un certain nombre d'outils afin de proposer une protection contre une volatilité trop importante. Mais, la financiarisation peut elle-même mener à des reconfigurations politiques dans lesquels la finance directe du marché permet au client final - à savoir l'épargnant - d'exercer plus directement une influence sur la gouvernance de l'entreprise. A cet égard, l'accord Postfordiste entre managers et financiers semble être compromis aujourd'hui et nul peut prévoir si cela résultera en une instabilité politique systémique - et donc un affaiblissement continu de la sphère politique - ou un nouveau compromis entre salariat et finance comme l'avait prévu à son temps Aglietta and Rebérioux (2004).

Références

- Abiad, A. ; Oomes, N. ; Ueda, K. 2008. "The quality effect : Does financial liberalization improve the allocation of capital ?", in *Journal of Development Economics*, Vol. 87, No. 1, pp. 270–282.
- Acharya, V. V. ; Richardson, M. (eds). 2009. *Restoring financial stability. How to repair a failed system* (Hoboken, NJ, John Wiley).
- Aglietta, M. ; Berrebi, L. 2007. *Désordres dans le capitalisme mondial* (Paris, Odile Jacob).
- Aglietta, M. ; Rebérioux, A. 2004. *Les dérives du capitalisme financier* (Paris, Albin Michel).
- Aglietta, M. ; Rigot, S. 2009. *Crise et rénovation de la finance* (Paris, Odile Jacob).
- Amable, B. ; Ernst, E. 2010. "Financial and labour market interactions. Specific investment and market liquidity", in *Structural Change and Economic Dynamics*.
- Anderson, C. 2009. *Free ! Entrer dans l'économie du gratuit* (Paris, Pearson).
- Artus, P. ; Pastré, O. 2009. *Sorties de crise. Ce qu'on ne nous dit pas. Ce qui nous attend* (Paris, Editions Perrin).
- Barbera, R. J. 2009. *The cost of capitalism. Understanding market mayhem and stabilizing our economic future.* (New York, McGraw-Hill).
- Beaudry, P. ; Lahiri, A. 2009. *Risk allocation, debt fueled expansion and financial crisis*, Working Paper 15110 (Cambridge, MA., National Bureau of Economic Research (NBER)).
- Boyer, R. 2009. "Feu le régime d'accumulation tiré par la finance : La crise des subprimes en perspective historique", in *Revue de la Régulation*, Vol. 5, pp. 2–34.
- Bremmer, I. 2009. "State capitalism and the crisis", in *McKinsey Quarterly*, July.
- Cheung, C. ; Guichard, S. 2009. *Understanding the world trade collapse*, Working Paper 729 (Paris, OECD Economics Department).
- Cottarelli, C. ; Viñals, J. 2009. *A strategy for renormalizing fiscal and monetary policies in advanced economies*, Staff Position Note SPN/09/22 (Washington, DC, International Monetary Fund (IMF)).
- Dean, A. ; Koromzay, V. 1987. "Current-account imbalances and adjustment mechanisms", in *OECD Economic Studies*, Vol. 8(Spring), pp. 7–33.
- Demirgüç-Kunt, A. ; Levine, R. (eds). 2001. *Financial structure and economic growth : A cross-country comparison of banks, markets, and development* (Cambridge, MA, MIT-Press).
- Dessertine, P. 2009. *Ceci n'est pas une crise (juste la fin d'un monde)* (Paris, Editions Anne Carrière).
- Dziemba, O. ; Horx, M. ; Wenzel, E. 2009. *Die Matrix des Wandels* (Kelkheim, Zukunftsinstitut).

- Eichengreen, B. ; O'Rourke, K. H. 2009. *A tale of two depressions* Available at : <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421> [16 Nov. 2009].
- Ernst, E. 2007. "La place des institutions dans la théorie de la croissance". In : Lafaye de Micheaux, E. ; Mullet, É. ; Ould-Ahmed, P. (eds), *Institutions et développement. politique économique, changement institutionnel et transformations sociales*. (Rennes, Presses Universitaires de Rennes).
- Furceri, D. ; Mourougane, A. 2009. *The effect of financial crises on potential output : New evidence from OECD countries*, Working Paper 699 (Paris, OECD Economics Department).
- Galbraith, J. K. 2008. *La crise économique de 1929. Anatomie d'une catastrophe financière* (Paris, Editions Payot).
- Garrison, R. W. 2001. *Time and money. The macroeconomics of capital structure*. (New York, Routledge).
- Gerschenkron, A. 1962. *Economic backwardness in historical perspective : A book of essays* (Cambridge, MA, Harvard University Press).
- Giraud, G. ; Renouard, C. (eds). 2009. *Vingt propositions pour réformer le capitalisme* (Paris, Flammarion).
- IILS. 2008a. *A global policy package to address the global crisis* (Geneva, International Institute for Labour Studies (IILS)).
- IILS. 2008b. *World of Work Report 2008 : Income inequalities in the age of financial globalization* (Geneva, International Labour Organization).
- IILS. 2009. *World of Work Report 2009 : Exit strategies from the financial crisis* (Geneva, International Labour Organization (ILO)).
- IMF. 2008. *Global Financial Stability Report* (Washington, DC, International Monetary Fund (IMF)).
- IMF. 2009a. *Global Financial Stability Report* (Washington, DC, International Monetary Fund (IMF)).
- IMF. 2009b. *The state of public finances cross-country fiscal monitor : November 2009*, Staff Position Note SPN/09/25 (Washington, DC, International Monetary Fund (IMF)).
- IMF. 2009c. *World economic outlook* (Washington, DC, International Monetary Fund (IMF)).
- Jagannathan, R. ; Kapoor, M. ; Schaumburg, E. 2009. *Why are we in a recession ? The financial crisis is the symptom not the disease*, Working Paper 15404 (Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research (NBER)).
- Johsua, I. 2009. *La grande crise du XXIe siècle* (Paris, Editions La Découverte).
- Kindleberger, C. P. 1976. *Manias, panics and crashes. A history of financial crises* (London, MacMillan Press).

- Klyuev, V. ; de Imus, P. ; Srinivasan, K. 2009. *Unconventional choices for unconventional times : Credit and quantitative easing in advanced economies*, Staff Position Note 27 (Washington, DC, International Monetary Fund (IMF)).
- Kose, M. A. ; Prasad, E. S. ; Rogoff, K. S. ; Wei, S.-J. 2006. *Financial globalization : A reappraisal*, Working Papers 12484 (Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research (NBER)).
- Kose, M. A. ; Prasad, E. S. ; Terrones, M. E. 2008. *Does openness to international financial flows raise productivity growth ?*, Working Papers 14558 (Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research (NBER)).
- Lee, E. 1998. *The Asian financial crisis. The challenge for social policy* (Geneva, International Labour Office (ILO)).
- Lordon, F. 2009. *La crise de trop. Reconstruction d'un monde failli* (Paris, Fayard).
- Minsky, H. P. 2008 (1986). *Stabilizing an unstable economy* (New York, McGraw-Hill).
- Pauly, L. W. 2009. "The old and the new politics of international financial stability", in *Journal of Common Market Studies*, Vol. 47, No. 5, pp. 955–975.
- Prasad, E. S. 2009. *Rebalancing growth in Asia*, Discussion Paper 4298 (Bonn, Institute for the Study of Labor (IZA)).
- Rajan, R. G. ; Zingales, L. 1998. "Power in a theory of the firm", in *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, No. 2, pp. 387–432.
- Rancière, R. ; Tornell, A. ; Westermann, F. 2006. "Decomposing the effects of financial liberalization : Growth vs. crises", in *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30, No. 12, pp. 3331–3348.
- Rancière, R. ; Tornell, A. ; Westermann, F. 2008. "Systemic crises and growth", in *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 123, No. 1, pp. 359–406.
- Salin, P. 2000. *Libéralisme* (Paris, Editions Odile Jacob).
- Shan, J. Z. ; Morris, A. G. ; Sun, F. 2001. "Financial development and economic growth : An egg-and-chicken problem ?", in *Review of International Economics*, Vol. 9, No. 3, pp. 443–454.
- Shi, S. 1999. "Search, inflation and capital accumulation", in *Journal of Monetary Economics*, Vol. 44, No. 1, pp. 81–103.
- Stiglitz, J. 2006. *Un autre monde. Contre le fanatisme du marché* (Paris, Fayard).
- Zakaria, F. 2008. *The post-American world* (New York, W. W. Norton).