

Crise systémique et transformations du système monétaire et financier en France

L'histoire financière des soixante dernières années gagne à être lue comme celle d'un cycle d'accumulation d'abord très dynamique, puis enlisé dans de multiples contradictions dont l'issue semble durablement hors de portée. Cette vision des choses, loin de postuler une périodicité mécanique des phases d'expansion et de crise, aide à poser des questions sur les raisons pour lesquelles, contrairement à ce qui a pu se passer en d'autres temps, trente ans de crise et de restructuration du capital n'ont pas ouvert, jusqu'à présent, la perspective d'une relance durable de l'accumulation du capital, de la croissance réelle et de l'emploi.

La reconstruction : satisfaire les besoins de financement de l'État

Après la Seconde guerre mondiale, c'est dans un premier temps à l'État et aux entreprises publiques qu'il a incombé de piloter la reconstruction de l'économie en prenant en charge de gros investissements matériels, sans exiger en retour un fort taux de rentabilité. En France, l'État gère d'abord l'aide Marshall. Ensuite, le crédit est au service du financement du déficit budgétaire. Ainsi, les banques sont contraintes par une réglementation de détenir à leur actif un portefeuille minimum d'effets publics, tandis que tout un dispositif institutionnel canalise vers le Trésor public la monnaie créée par le système bancaire : les comptes chèques postaux, les fonds déposés sur les livrets de caisses d'épargne sont centralisés à la Caisse des dépôts qui s'en sert pour prêter à l'État les fonds dont il a besoin. Enfin, diverses formes de financements directs de la banque centrale à l'État sont pratiquées.

L'épanouissement du capitalisme monopoliste d'État

Lorsque, la reconstruction achevée, le secteur privé devient apte à prendre le relais de l'État dans le pilotage et le financement de la croissance, les financements bancaires sont progressivement réorientés vers les grands groupes (la première grande tentative d'OPA qui défraye la chronique, Saint-Gobain-BSN, aura lieu en 1968).

De fait, dans la période ascendante du dernier cycle et dans la première décennie de la crise, le maintien d'un taux d'investissement élevé aurait été impossible sans un développement rapide du crédit. Ce phénomène, caractérisé par un régime de taux d'intérêt réels bas, a pris des formes diverses d'un pays à l'autre : réglementation limitant le niveau des taux d'intérêt aux États-Unis, mobilisation des banques et de l'État au service de l'expansion internationale des grands conglomérats industriels au Japon, interaction étroite entre les entreprises et les banques en Allemagne...

Cet épanouissement du capitalisme monopoliste d'État, où l'intervention directe du secteur public dans le processus d'accumulation (Plan, investissements de l'État et des entreprises nationalisées) sert de soutien à l'essor de groupes capitalistes désireux d'affronter le marché mondial, s'appuie dans le secteur financier sur les réformes du début de la Vème République : généralisation du chèque qui, à la faveur de la mensualisation des salaires, transforme en quelques années 90 % des Français en clients du système bancaire et procure à celui-ci une abondance de ressources non rémunérées ; libéralisation des ouvertures de guichets bancaires et premières restructurations de la profession avec la fusion du Comptoir national d'escompte de Paris et de la BNCI qui constituent la BNP. On voit même de premiers pas préfigurant une évolution du système financier français vers un régime de

marchés à l'anglo-saxonne, avec les tentatives d'acclimatation des techniques américaines de politique monétaire : création des réserves obligatoires en 1967, rapport Marjolin-Sadrin-Wormser préconisant en 1969 une libéralisation du marché monétaire, et partiellement mis à exécution en 1971.

Les premières manifestations de la crise systémique

Les événements vont toutefois enrayer pour un temps cette évolution. En effet, la phase de croissance rapide s'accompagnant d'une rentabilisation aisée du capital massivement investi finit par déboucher sur une suraccumulation qui se traduit par une baisse d'efficacité du capital et constitue la cause la plus profonde des dérèglements économiques caractéristiques de la fin des années soixante et du début des années soixante-dix : ralentissement de la croissance, montée du chômage, inflation, crise du système monétaire international.

La prise de conscience du caractère durable de ces difficultés, particulièrement après la montée de l'inflation puis la hausse du prix du pétrole en 1973, se traduit dans un premier temps par une intensification du recours aux techniques du capitalisme monopoliste d'État, particulièrement en France où ces efforts durèrent près de dix ans, de la « relance Chirac » de 1974-1975 aux premières initiatives du gouvernement Mauroy, avant le « tournant de la rigueur » de 1983. Tous les leviers du contrôle étatique de la finance sont alors mobilisés pour tenter de prolonger, malgré la crise de suraccumulation de plus en plus aiguë, le rythme élevé d'accumulation matérielle qui avait caractérisé les « trente glorieuses » : on poussa à leur rendement maximum les circuits privilégiés de financement de l'agriculture, du logement, de l'investissement des entreprises, des exportations, du développement industriel à l'étranger...

La fuite en avant dans l'économie d'endettement

En France, le thème de l'« économie d'endettement » a inspiré il y a vingt-cinq ans une importante littérature qui a abondamment commenté un fonctionnement du système bancaire dans lequel l'offre de crédit semblait s'adapter à la demande : les entreprises recouraient très fortement aux financements bancaires, que les établissements de crédit leur accordaient volontiers, en fixant le taux d'intérêt au niveau suffisant pour équilibrer leur compte d'exploitation. L'action de la banque centrale paraissait se borner à valider *a posteriori* la création monétaire ainsi déterminée. La croissance des dépôts bancaires qui en résultait venait équilibrer les bilans des banques, mais le bouclage du système n'était possible qu'au prix d'une inflation permanente, symptôme des tensions dont l'économie française était devenue le siège. La hausse des prix venait équilibrer l'excès d'offre de monnaie tout en réduisant la charge de remboursement des emprunts, et encourageait donc les entreprises à continuer de s'endetter.

L'impuissance des politiques de « croissance à crédit »

Pousser à fond la création monétaire pour entretenir la croissance malgré la crise d'efficacité du capital : longtemps, les gouvernements occidentaux ont cherché à pallier ainsi les effets de la crise systémique ¹.

¹ Jacky Fayolle, « Économies d'endettement et de marchés financiers, une approche critique », *Issues* n° 34, 2^{ème} trimestre 1989.

À la fin des années soixante-dix, l'accélération de l'inflation sanctionna l'échec de ces politiques, non seulement du point de vue de la prospérité économique générale, mais aussi du point de vue, plus particulier, de l'accumulation du capital. L'expansion du crédit finançait des investissements dans les anciennes technologies devenues trop coûteuses en capital. Ces investissements ne parvenaient pas à restaurer l'efficacité du capital et ne produisaient pas suffisamment de richesses pour permettre un relèvement du taux de profit, d'autant plus que des luttes sociales actives limitaient la capacité du patronat à peser sur les salaires. La crise de rentabilité persistait donc, et une partie croissante de l'argent créé par le crédit bancaire venait gonfler non la production, mais les prix. Parallèlement, le chômage continuait à monter inexorablement, en France comme dans la plupart des autres pays.

Les difficultés ne se manifestaient pas seulement à l'échelle de chaque entreprise ou de chaque pays. L'expansion du crédit avait beaucoup servi à financer des ventes aux pays producteurs de pétrole et aux pays en voie de développement, dans un effort pour élargir les débouchés des groupes américains, japonais et européens. Mais ces nouveaux clients seraient-ils solvables ? La réponse — négative — ne fut définitivement connue qu'en 1982, quand la crise de la dette mexicaine éclata. Mais dès la fin de la décennie soixante-dix, il était évident que l'inflation de crédit avait des conséquences graves pour l'économie mondiale, car elle accélérait la désorganisation du système monétaire international.

En effet, l'inflation de crédit n'épargnait pas le dollar, base de tout le système monétaire international. Y participaient non seulement les banques américaines mais toutes les autres banques internationales, actives sur ce qu'on a appelé le marché de l'« eurodollar » : des avoirs en monnaie américaine en compte dans des banques de Londres, de Paris ou de Zürich, mais dont la valeur repose bel et bien sur la confiance que les détenteurs de capitaux internationaux sont disposés à accorder aux États-Unis. Et, précisément, le contexte économique et politique était de nature à rendre cette confiance incertaine.

Ainsi, l'expansion du crédit, stimulée, particulièrement dans certains pays (France, Japon, Italie) par l'intervention active de l'État dans le financement de l'économie, n'était pas une solution à la crise, elle ne faisait que prolonger ses contradictions et ses cercles vicieux, sans résultats satisfaisants pour la rentabilité des capitaux les plus puissants. Aussi la persistance de cette « économie d'endettement » jusqu'au début des années quatre-vingt n'a-t-elle eu d'égale que la rapidité avec laquelle elle a fait place à un régime financier tout différent dès que les premières mesures de libéralisation financière ont commencé à soumettre le fonctionnement du système monétaire et financier au pilotage des marchés.

Le basculement dans la libéralisation financière

L'« économie d'endettement », régime de croissance typique de la France des années soixante-dix (mais présentant des analogies avec ce qu'on observait à la même époque dans un pays aussi différent du nôtre que le Japon) reflétait des contradictions qui se manifestaient, sous des formes différentes, dans l'ensemble des pays industrialisés. La hausse des prix à la consommation — avec, en particulier, ses effets négatifs sur la valeur des patrimoines financiers — atteignit un tel rythme (entre 1974 et 1982, elle demeura le plus souvent supérieure à 10 % en France) qu'une part croissante de l'énergie des gouvernements et des banques centrales fut consacrée à la combattre,

avec l'aide des théories monétaristes expliquant la hausse des prix par une augmentation excessive de la masse monétaire.

Cela semblait d'autant plus nécessaire que l'abandon de la convertibilité du dollar en or avait privé le système monétaire international de son lien avec la valeur de marchandises concrètes. Malgré les mesures énergiques mises en œuvre pour freiner la création de monnaie, comme l'encadrement administratif du crédit pratiqué en France entre 1972 et 1984, il ne s'agissait pas encore de la « révolution » néolibérale par laquelle, quelques années plus tard, les marchés de capitaux ont pris le pouvoir qu'ils exercent encore aujourd'hui sur l'économie mondiale.

Cette révolution a commencé en 1979 aux États-Unis et en 1983 en France. En quelques années, l'action des banques et du crédit est passée d'un soutien forcé à la suraccumulation de capital matériel (la croissance inflationniste des années soixante-dix) à un soutien tout aussi déterminé de l'accumulation financière et de ses excès : la réorientation du crédit a fait passer l'économie d'un régime d'inflation des prix à un régime d'inflation financière, tentative de réponse à la poussée des nouvelles technologies. Vingt ans après, l'enchaînement des causes qui ont conduit à ce résultat est assez clair.

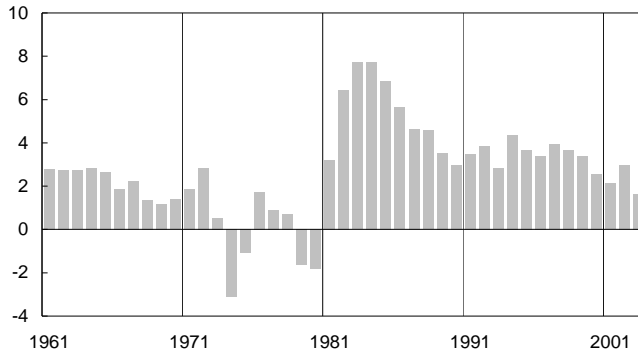
Le « coup d'État monétaire » de 1979 ²

Lorsqu'en octobre 1979 la banque centrale des États-Unis, le Federal Reserve System (Fed), alors présidé par Paul Volcker, annonça que sa politique consisterait désormais à limiter strictement la quantité de monnaie centrale qu'elle mettrait à disposition des banques, même si cela devait propulser les taux d'intérêt à la hausse, elle déclencha des bouleversements qui allaient affecter non seulement le financement de l'économie américaine, mais aussi le sort de tous les emprunteurs et de tous les créanciers dans le monde, bref de tous les habitants de la planète. La montée des taux d'intérêt (le taux des *Fed Funds*, représentatif de la politique monétaire aux États-Unis, atteignit 20 % en janvier 1980), un recul de l'inflation et une profonde récession caractérisèrent les débuts de l'ère Reagan. En 1982, le Fed abandonna sa technique de contrôle de la quantité de monnaie centrale pour revenir à une action plus traditionnelle sur les taux d'intérêt ; mais l'impulsion était donnée. Dans les vingt ans qui ont suivi, les taux d'intérêt « réels » (taux nominaux diminués du taux d'inflation) sont devenus très élevés, alors que politiques monétaires et réglementations les avaient maintenus faibles, voire négatifs, tout au long des décennies précédentes.

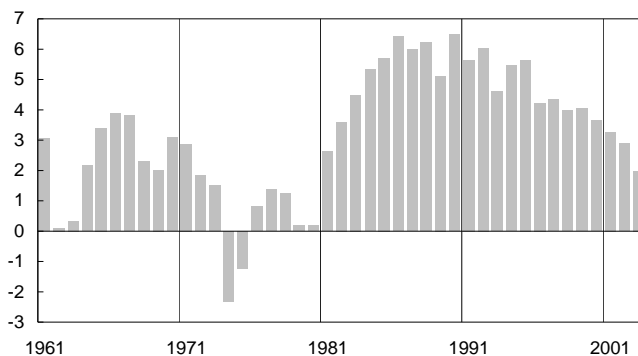
² Gérard Dumenil et Dominique Lévy (*Crise et sortie de crise, ordre et désordres néolibéraux*, Collection Actuel Marx Confrontation, PUF, 2000) ont attiré l'attention sur le « coup de 1979 ». L'expression reflète bien la nature à la fois brutale et délibérée du changement de politique décidé aux États-Unis, et l'enjeu de pouvoir qui lui a été attaché.

graphique 1 - taux d'intérêt réels des obligations d'État à dix ans

États-Unis



France



Source : OCDE, *Perspectives économiques*, 2004.

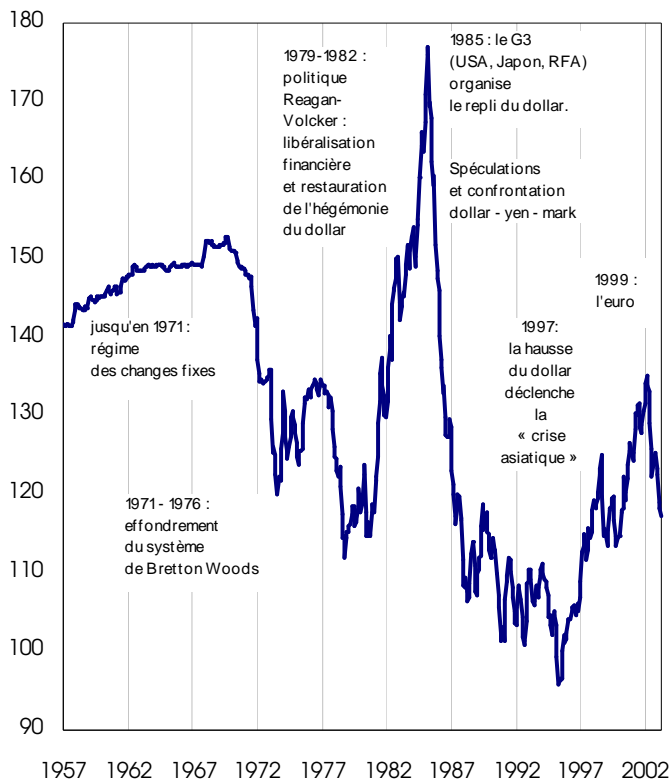
La crise de l'hégémonie du dollar et la riposte américaine

Les motivations de Paul Volcker tenaient pour une part à la situation politique et économique interne des États-Unis, à la veille de l'élection de Ronald Reagan. Mais le changement de la politique monétaire américaine constituait aussi une réaction à la crise du dollar. Parmi les humiliations subies par les États-Unis au cours de la présidence Carter figurent les difficultés rencontrées dans le financement du déficit de leur balance des paiements : il avait fallu solliciter directement les pays producteurs de pétrole, et en particulier l'Arabie Séoudite. De créanciers universels, les États-Unis étaient en train de devenir débiteurs nets vis-à-vis du reste du monde (ce sera chose faite, dans les statistiques, en 1985 ; leur position extérieure débitrice atteindra 6,7 % du PNB en 1991 alors qu'ils étaient encore créditeurs nets vis-à-vis de l'étranger en 1982 pour un montant équivalent à 8,3 % de leur PNB).

Il était devenu vital d'attirer les capitaux extérieurs pour financer, entre autres dépenses, l'effort militaire, mais aussi les dépenses informationnelles liées aux nouvelles technologies. Jusqu'en 1990, on a pu dire que le déficit des paiements américains a été financé par l'épargne allemande et

japonaise : c'est justement en 1980 que la libéralisation des changes au Japon a encouragé les ressortissants de ce pays à exporter massivement leurs capitaux. Le schéma s'est modifié ensuite avec l'apparition d'une demande de capitaux en Allemagne pour prendre en charge l'absorption de l'ex-RDA et, plus généralement, avec la montée des besoins de financement des pays de l'ancien bloc soviétique.

graphique 2 - L'hégémonie du dollar à travers son taux de change effectif *



Source : FMI

* Le taux de change effectif d'une monnaie est un indice représentant la moyenne de son cours de change contre l'ensemble des autres monnaies. Ici, il s'agit d'un taux de change effectif nominal, ne tenant pas compte des différences d'inflation entre pays.

L'Amérique entraîne le reste du monde dans la croissance financière

La politique Volcker entraîna une hausse du dollar aussi vertigineuse que la baisse qui l'avait précédée. Le cours de la monnaie américaine était descendu jusqu'à 1,79 mark à la fin de 1979 et 4 francs en janvier 1980. En février 1985, elle valait 3,47 deutsche mark et 10,61 francs (cf. graphique 2 ci-dessus). Mais les règles du jeu financier international en furent elles-mêmes modifiées. L'attraction que la hausse des taux d'intérêt exerçait sur les capitaux internationaux poussa instantanément l'ensemble des places financières à surenchérir sur New York. Le chantage à la fuite des capitaux fournit partout leur justification suprême aux mesures de « déréglementation » prises par les gouvernements : levée des mesures de contrôle des changes, abolition des réglementations limitant

les taux d'intérêt servis par les banques à leur clientèle, alignement par le bas de la fiscalité pesant sur les revenus financiers...

Pour la première fois depuis la guerre, le système monétaire et financier se mettait à fonctionner au bénéfice des rentiers (tout en renforçant la pression contre les salaires). Les détenteurs de capitaux susceptibles de se placer sur les marchés avaient les moyens, non seulement d'obtenir une rémunération très élevée, mais aussi de payer les techniques capables de les immuniser contre les « risques » présentés par l'instabilité des taux d'intérêt, venant désormais s'ajouter à celle des taux de change. Un milieu favorable était ainsi créé pour la prolifération des instruments de placement, de spéculation ou de protection contre le risque de change ou le risque de taux d'intérêt : swaps, rémérés, contrats à terme de produits financiers, options, et toutes les combinaisons imaginables entre ces « produits ».

Des espoirs déçus de la « nouvelle économie » au retour de l'instabilité financière

« Que cela plaise ou non aux détracteurs de la tyrannie des marchés, aurait-on pu conclure il y a encore quelques années, ces mutations financières ont prouvé leur réussite. Le régime de croissance qu'elles ont mis en place a fait renaître aux États-Unis une prospérité qu'on croyait appartenir à des temps révolus ; il a permis le miracle économique des nouveaux pays industrialisés d'Asie qui se sont lancés avec succès dans la conquête des marchés internationaux les plus difficiles ; même l'Amérique Latine espère enfin échapper à la fatalité de la dette et de l'inflation ; l'Europe tient des succès analogues à portée de main, dès qu'elle disposera de l'euro et qu'elle aura progressé dans la libéralisation de son marché unique. Et si le Japon est resté en panne, c'est parce qu'il n'a pas su appliquer à ses propres institutions les règles morales du vrai capitalisme de marchés ». À la lumière de précédents historiques, on a pu penser que l'essor des techniques de traitement et de communication de l'information aux États-Unis ouvrirait, une fois de plus, une issue à la crise systémique dont les effets perturbent la marche de l'économie mondiale depuis bientôt quarante ans.

Et pourtant, ce scénario n'est pas celui qui est en train de se produire. Loin d'une nouvelle ère de prospérité, c'est la plus grave crise financière, économique et sociale de l'histoire du capitalisme qui s'est déclenchée en 2007. Le krach des spéculations sur les prêts immobiliers *subprime* aux ménages américains a contaminé l'ensemble du système financier occidental. La faillite de Lehman Brothers a failli donner le signal d'un effondrement général du système financier mondial. Celui-ci n'a surmonté l'épreuve qu'au prix d'une intervention massive des banques centrales et des États, sous forme de plans de relance et de mécanismes de soutien aux banques, qui sont allés parfois jusqu'à des nationalisations temporaires des établissements en difficultés. Mais dès que les « marchés » ont observé que l'endettement public venait prendre le relais de l'endettement privé, la spéculation s'est aussitôt tournée contre la dette publique des États les plus vulnérables – ceux de la périphérie de la zone euro, et particulièrement la Grèce.

La suite de l'histoire s'écrit sous nos yeux et, jusqu'à présent, à nos dépens...

DenisDurand