ADAM TOOZE

Crashed

Comment une décennie de crise financière a changé le monde

LES BELLES LETTRES

ADAM TOOZE

CRASHED

Comment une décennie de crise financière a changé le monde

Traduit de l'anglais
par
Leslie Talaga et Raymond Clarinard

PARIS
LES BELLES LETTRES
2018

TABLE DES MATIERES

Remerciements
Liste des abréviations récurrentes
Introduction. La première crise d'une ère mondialisée

Partie I. AVANT LA TEMPÊTE
Chapitre 1. La « mauvaise crise »
Chapitre 2. Les subprimes
Chapitre 3. La finance transatlantique
Chapitre 4. La zone euro
Chapitre 5. Un monde multipolaire

Partie II. LA CRISE MONDIALE
Chapitre 6. « La pire crise financière de l'histoire mondiale »
Chapitre 7. Sauvetages
Chapitre 8. Les liquidités mondiales
Chapitre 9. La crise européenne oubliée : l'Europe de l'Est
Chapitre 10. Vent d'est : la Chine
Chapitre 11. Le G20
Chapitre 12. La relance
Chapitre 13. Au secours de la finance

Partie III. ZONE EURO
Chapitre 14. Grèce 2010 : faire comme si
Chapitre 15. À l'ère de la dette
Chapitre 16. Un monde sans G
Chapitre 17. Cercle vicieux
Chapitre 18. Quoi qu'il en coûte

Partie IV. CONTRECOUPS
Chapitre 19. American Gothic
Chapitre 20. Un sevrage raté
Chapitre 21. « Que l'UE aille se faire f... » : la crise ukrainienne
Chapitre 22. #thisisacoup
Chapitre 23. Les projets de la peur
Chapitre 24. Trump
Chapitre 25. The Shape of Things to Come

Notes

Remerciements

La rédaction de cet ouvrage s'est littéralement imposée à moi, et je suis profondément reconnaissant à ceux qui l'ont rendue possible. Travailler avec Sarah Chalfant et la Wylie Agency est toujours aussi agréable. Mes correcteurs Simon Winder et Wendy Wolf ont apporté tout leur enthousiasme à ce projet. Les conseils de Mélanie Tortoroli sur mes premières ébauches ont été inestimables. C'est grâce à leur travail et à celui de l'équipe technique chez Viking et Penguin que ce livre voit le jour.

Pour mettre en forme le manuscrit, j'ai pu compter sur la grande attention au détail de Nick Monaco, Kevin James Schilling et Ella Plaut Taranto.

Le projet est né d'un cours de premier cycle enseigné aux universités de Yale et Columbia, où mon équipe d'enseignants-chercheurs comptait Ted Fertik, Gabe Winnant, Nick Mulder, Madeline Woker, David Lerer et Noelle Tutur. Je leur suis éminemment reconnaissant.

En outre, Ted Fertik, Grey Anderson, Stefan Eich, Anusar Farooqui, Nick Mulder, Hans Knundani et Nicholas Monaco ont lu et commenté le manuscrit dans sa forme initiale. Wolfgang Proissel, Barnaby Raine et Dana Conley ont formulé des remarques sur des chapitres spécifiques. Ces amis et interlocuteurs savent individuellement et collectivement combien je leur suis redevable.

Des articles coécrits avec Stefan Eich et Danilo Scholz ont permis d'affiner le propos.

Dans le cadre du livre, j'ai beaucoup appris de conversations avec de nombreux collègues, témoins et participants aux péripéties racontées ici.

Dans le cadre de mes recherches, j'ai eu le privilège d'interviewer Mario Monti, Giuliano Amato, Timothy Geithner et Giulio Tremonti. Je les remercie infiniment du temps qu'ils

ont consacré à nos conversations.

En ma qualité de directeur de l'Institut européen à Columbia, j'ai eu la chance de discuter avec Frans Timmermans, Pierre Moscovici, Pierre Vimont, Marco Buti et Moreno Bertoldi.

François Carrel-Billiard est mon indispensable collaborateur à l'Institut européen, et c'est un privilège de travailler avec lui.

Nathan Sheets et Patricia Mosser, deux vétérans de la Fed, m'ont accordé un temps précieux.

Erik Berglof m'a aidé à disséquer la crise en Europe de l'Est.

Un dîner avec Mervyn King, organisé par Peter Garber, s'est avéré très instructif.

Perry Mehrling, Brad Setser, Mike Pyle, Clara Mattei, Martin Sandbu, Nicolas Véron, Cornel Ban, Gabriella Gabor, Shahin Vallée et Eric Monnet m'ont tous apporté une aide précieuse grâce à leurs contributions.

Comme toujours, mes amis David Edgerton et Chris Clark m'ont fourni d'indispensables retours sur ce travail.

J'ai eu la chance de pouvoir tester les arguments avancés dans ce livre lors d'ateliers, conférences et colloques organisés notamment à Berlin par la Hamburger Stiftung für Sozialgeschichte, mais aussi à l'Heidelberg Center for American Studies, à l'American Academy à Berlin, à Brown University, à Stanford, à l'Eisenberg Institute de l'université du Michigan, à l'European University Institute, au campus de NYU à Florence, à la New School, à UCLA, à la conférence conjointe dite « MaxPo », à l'Institut historique allemand à Paris, à l'atelier « *Foucault, Political Life and History* » à Londres, dans le cadre du projet de Science-Po Paris sur la dette publique et à l'atelier de NYU à Kandersteg. Je remercie sincèrement mes hôtes et les autres participants présents lors de ces manifestations.

J'ai présenté une version de mon analyse sur les banques de l'Europe lors d'une conférence organisée à la mémoire de Francesca Carnevali, à Birmingham.

J'ai eu le grand honneur de m'exprimer lors d'un colloque de la Siemens Stiftung, animé par Knut Borchardt et auquel assistait

Jürgen Habermas.

En dehors du monde universitaire, j'ai eu la chance extraordinaire d'échanger sur Twitter et Facebook avec des gens brillants et très au fait, grâce à qui j'ai une tout autre idée de la façon dont un débat enflammé peut se développer en temps réel au XXIe siècle.

Ce projet marque un tournant dans ma carrière, et ce à deux égards. Je suis allé de l'avant en abordant l'histoire contemporaine. Et je suis revenu à un intérêt de jeunesse pour l'économie. Ce double mouvement me rappelle la dette qui est la mienne vis-à-vis de deux professeurs.

Alan Milward, mon directeur de thèse, était un homme brillant mais difficile. Étant donné ma personnalité, notre coopération était particulièrement risquée. Mais j'ai survécu et Alan Milward reste un géant dans le domaine de l'histoire moderne européenne. J'ignore s'il aurait été d'accord avec mon analyse de la crise dans la zone euro, mais je sens la présence d'Alan.

Wynne Godley a été un mentor et un enseignant d'un tout autre genre. Spontané, chaleureux et généreux, il m'a pris sous son aile pendant ma première année à King's College et m'a fait connaître, ainsi qu'à un groupe de mes contemporains, ce qui était à l'époque une branche particulière des études économiques. En ce sens, il a été un modèle de convivialité et de vitalité intellectuelles. Et il a confirmé des doutes qui me taraudaient sur le modèle IS-LM, mon premier grand amour en économie. Wynne m'a montré l'importance de regarder « plus loin que les flux » et de s'attarder sur la cohérence des rapports stock-flux dans les modèles macroéconomiques. Je pense que ce livre, écrit près de trente ans plus tard, n'aurait pas été le même sans son influence à mes débuts.

Écrire un livre est une entreprise affective, intellectuelle et physique. C'est un travail que je fais chez moi et dans cette sphère, je dois tout à ma compagne, Dana Conley, dont l'amour et le soutien ont stimulé et nourri ce projet du début à la fin. Être

accompagné par une personne investie, extrêmement intelligente, courageuse, vive et aimante, si attentive à ma personne comme à mon univers, est un bonheur indescriptible.

Notre petit chien Ruby, merveilleux cadeau de Dana, m'apporte joie et énergie, me donne l'occasion de faire des promenades et est une source inépuisable de divertissement.

Ma fille, Edie, anime nos conversations à la table du dîner par son radicalisme politique et ses analyses affûtées. Quand l'actualité me laissait le sentiment d'être dépassé, elle s'est montrée d'une sagesse tout à fait précoce. Son interaction à la fois énergique et pragmatique avec le monde est une source d'inspiration et d'encouragement.

Il ne fait aucun doute que ces trois forces sont les clés de ma stabilité affective actuelle. Le fait que ce livre ne nous ait pas éloignés mais rapprochés les uns des autres, tout en alimentant nos conversations, est ma plus grande satisfaction personnelle.

Si je peux dire tout cela, c'est en grande partie grâce à l'accompagnement éclairé d'un psychanalyste exceptionnel, qui restera anonyme. J'ai beaucoup de chance.

Comme Nicolas Véron me l'a dit un soir à Washington Square Park, comprendre tout ce qui s'est passé depuis 2008 est une affaire collective. En tant qu'historien, j'ai l'immense privilège de faire partie de ce collectif. J'espère que ce livre constituera, à son modeste niveau, une contrepartie à l'accueil qui m'a été réservé.

New York
Janvier 2018

Liste des abréviations récurrentes

ABCP (*asset-backed commercial paper*) : billet de trésorerie adossé à des actifs
ABS (*asset-backed securities*) : titres adossés à des actifs
BCE : Banque centrale européenne
BRI : Banque des règlements internationaux
CDO (*collateralized debt obligations*) : titre de créance garanti
CDS (*credit default swap*) : contrat sur risque de défaut
CMO (*collateralized mortgage obligations*) : obligation adossée à des prêts hypothécaires
Fannie Mae (*Federal National Mortgage Association*) : l'une des principales GSE
FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*) : organisme américain de garantie des dépôts
Fed : Réserve fédérale des États-Unis
FESF : Fonds européen de stabilité financière
FMI : Fonds monétaire international
FOMC (*Federal Open Market Committee*) : Comité fédéral de l'*open market*
Freddie Mac (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*) : l'une des principales GSE
GSE (*government-sponsored enterprises*) : institution financière parrainée par l'État
LTRO (*longer-term refinancing operation*) : opération de refinancement à plus long terme
MBS (*mortgage-backed securities*) : titres adossés à des créances hypothécaires
NEC (*National Economic Council*) : Conseil économique national
OMC : Organisation mondiale du commerce
PDCF (*Primary Dealer Credit Facility*) : Facilité de crédit aux spécialistes en valeur du Trésor
Repo (*repurchase agreement*) : accord de mise en pension
SEC (*Securities Exchange Commission*) : Commission américaine

des valeurs mobilières et des opérations boursières

SIV (*structured investment vehicle*) : véhicule d'investissement structuré

SPV (*special purpose vehicle*) : véhicule ad hoc

TAF (*Term Auction Facility*) : dispositif temporaire d'adjudication

TALF (*Term Asset-Backed Loan Facility*) : Programme d'achat de titres adossés à des prêts hypothécaires

TARP (*Troubled Assets Relief Program*) : Programme de sauvetage des actifs à risque

TSLF (*Term Securities Lending Facility*) : Facilité de prêt de titres à terme

CRASHED

Introduction

LA PREMIÈRE CRISE D'UNE ÈRE MONDIALISÉE

Le mardi 16 septembre 2008 restera « le lendemain de Lehman », le jour où les marchés financiers mondiaux se sont immobilisés. Au conseil d'administration de la Réserve fédérale américaine (ou Fed), à Washington, DC, la journée du 16 septembre commence par des mesures d'urgence : il faut injecter des centaines de milliards de dollars dans les banques centrales du monde entier. À Wall Street, tous les regards sont tournés vers AIG. La multinationale des assurances survivra-t-elle un jour de plus ou subira-t-elle le même sort fatidique que la banque d'affaires Lehman Brothers ? Une onde de choc se propage. En quelques semaines, elle atteindra les usines et les chantiers navals, les marchés financiers et les bourses de matières premières du monde entier. Mais à Manhattan, le 16 septembre 2008 est aussi le jour où s'ouvre la 63e session de l'Assemblée générale des Nations unies.

Le bâtiment des Nations unies, sur la 42e Rue, n'est pas un siège du pouvoir financier à New York. Et à la séance plénière qui commence le matin du 23 septembre, les intervenants ne s'attardent pas sur les détails techniques de la crise bancaire. En revanche, ils souhaitent insister sur sa portée globale. Le président du Brésil, Lula, est le premier chef d'État à s'exprimer et il dénonce vigoureusement l'égoïsme et le chaos spéculatif qui ont déclenché la crise[1]. Le contraste avec le discours du président George W. Bush, qui le remplace sur le podium, est inquiétant. Bush n'est pas tant un canard boiteux qu'un homme déconnecté de la réalité, hanté par l'échec de sa politique après huit ans au pouvoir[2]. La première moitié de son

discours ne dévie pas de la menace du terrorisme mondial. Il trouve ensuite réconfort en abordant une marotte des néoconservateurs, l'expansion de la démocratie, qui a culminé selon lui lors des « révolutions de couleur » en Ukraine et en Géorgie. Mais ces événements remontent à 2003 et 2004. La terrible crise financière qui fait rage à quelques kilomètres, sur Wall Street, ne mérite que deux courts paragraphes à la fin du discours présidentiel. D'après Bush, ces « turbulences » sont un défi qui concerne les États-Unis et qui doit être relevé par son gouvernement. Elles ne nécessitent pas des mesures multilatérales.

D'autres expriment leur désaccord. Gloria Macapagal Arroyo, présidente des Philippines, affirme que la crise financière américaine a provoqué un « terrible tsunami » d'incertitudes. Elle se propage dans le monde entier et « pas seulement ici, sur l'île de Manhattan ». À chaque secousse ressentie par les marchés financiers depuis 2007, le monde s'était dit que « le pire était passé ». Mais à chaque fois, « la lumière au bout du tunnel » s'est révélée être « un train nous fonçant droit dessus, infligeant de nouveaux chocs au système financier mondial [3] ». Manifestement, les mesures prises aux États-Unis pour stabiliser la situation sont inefficaces.

L'un après l'autre, tous les responsables qui s'expriment face à l'Assemblée générale établissent un lien entre la crise et la gouvernance mondiale et, en dernier lieu, la position des États-Unis en tant que grande puissance mondiale. La présidente de l'Argentine, Cristina Fernández de Kirchner, s'exprime au nom d'un pays qui a récemment vécu une crise financière catastrophique et elle ne cache pas sa joie face au malheur d'autrui. Pour une fois, les pays de la périphérie ne peuvent être jugés responsables de cette crise, qui « émane de la première économie mondiale ». Pendant des décennies, l'Amérique latine s'est entendu dire que « le marché [était] la clé », et maintenant que Wall Street risque la faillite, Bush promet une aide du Trésor américain. Mais les États-Unis sont-ils à même d'agir ?

« L'intervention actuelle », note Cristina Fernández de Kirchner, n'est pas seulement « la plus colossale de l'histoire », elle est « mise en œuvre par un État dont le déficit budgétaire et commercial est spectaculaire[4] ». Dans ce cas, autant prononcer la fin du Consensus de Washington sur la discipline budgétaire et monétaire, imposé à tant de pays émergents. « C'est une occasion historique d'analyser les pratiques et les stratégies. » Et l'Amérique latine n'est pas la seule à signifier son amertume. L'Europe s'associe à ces doléances. « Le monde n'est plus unipolaire et organisé autour d'une seule superpuissance. Il n'est pas non plus bipolaire et divisé entre l'Est et l'Ouest. Le monde d'aujourd'hui est multipolaire[5] », déclare Nicolas Sarkozy, qui s'exprime en sa qualité de président de la France et président du Conseil européen. « On ne peut gouverner le monde du XXIe siècle avec les institutions du XXe siècle. » Le monde a besoin d'une nouvelle structure, il faut « élargir le Conseil de sécurité », « transformer le G8 en G13 ou en G14[6] ».

Ce n'est pas la première fois que la gouvernance mondiale et l'influence des États-Unis sont abordées aux Nations unies au XXIe siècle. Personne, au moment où le président français s'exprime contre l'unilatéralisme américain à l'Assemblée générale, ne peut oublier 2003, l'Irak et les tribulations déclenchées par cette guerre catastrophique. Ce débat avait profondément divisé l'Europe et l'Amérique, les gouvernements comme les citoyens[7]. Il avait révélé l'inquiétant fossé qui séparait la culture politique des deux continents. Bush et ses alliés, la droite du Parti républicain, n'étaient pas faciles à comprendre pour les citoyens bien-pensants du XXIe siècle[8]. Malgré leurs grands discours sur l'expansion de la démocratie, on n'était même pas sûr qu'ils aient réellement gagné l'élection qui les avait portés au pouvoir en 2000. De mèche avec Tony Blair, ils avaient menti au monde entier sur les armes de destruction massive. Revendiquant sans complexe leur inspiration divine et leur zèle de croisés, ils ne cachaient pas leur mépris pour la modernité selon l'UE et l'ONU – éclairée, transparente, progressiste et

cosmopolite. Ces concepts étaient aussi de la poudre aux yeux, de la politique symbolique. Mais les symboles ont leur importance. Ils sont essentiels pour créer du sens et construire une hégémonie.

En 2008, le gouvernement de Bush a perdu cette bataille. Et la crise financière pérennise cette impression de catastrophe. C'est un sombre dénouement historique. En cinq ans seulement, les plus grands spécialistes de la politique étrangère et de la politique économique aux États-Unis – le pays le plus puissant sur Terre – avaient subi une défaite humiliante. Et cette perte progressive de légitimité est exacerbée en août 2008 quand la démocratie américaine se ridiculise. Dans le contexte d'une crise financière mondiale, les républicains choisissent Sarah Palin comme candidate à la vice-présidence pour accompagner John McCain. Manifestement incompétente, la gouverneure d'Alaska devient la risée de tous en raison de sa perception puérile des relations internationales. Et le pire, c'est qu'une grande partie de l'électorat américain ne comprend pas où est le problème. Sarah Palin est très populaire[9]. Après avoir écouté pendant des années les discours américains sur le renversement de dictateurs arabes, l'opinion publique mondiale commence à se demander quel régime est sur le point de changer. Quand Bush fils quitte la Maison-Blanche, l'ordre créé par son père après la guerre froide s'effondre de toutes parts.

Quelques semaines avant l'ouverture de l'Assemblée générale à New York, le monde a été deux fois témoin de la multipolarité. La Chine a tout d'abord mis en scène un spectacle olympique stupéfiant, de quoi faire honte à tous les Jeux jamais organisés en Occident, notamment ceux d'Atlanta en 1996 – un désastre qui avait été perturbé, rappelons-le, par un attentat à la bombe commis par un fanatique d'extrême droite[10]. Si le pain et les jeux sont les fondements de la légitimité populaire, le régime chinois, soutenu par son économie dynamique, organise un sacré spectacle de cirque. Et pendant que les feux d'artifice brillent à Pékin, l'armée russe inflige une brutale punition à la Géorgie,

un petit pays qui espérait rejoindre l'OTAN[11]. Nicolas Sarkozy arrive à New York juste après avoir négocié un cessez-le-feu à la frontière orientale de l'Europe – c'est le premier d'une série d'affrontements plus ou moins ouverts entre la Russie et l'Occident, qui aboutit à l'écartèlement violent de l'Ukraine (qui voulait également rejoindre l'OTAN) et à des spéculations frénétiques sur l'ingérence de la Russie dans les élections présidentielles américaines de 2016.

La crise financière de 2008 a simplement été perçue comme un nouveau signe du déclin des États-Unis. C'est d'autant plus clair en analysant cette crise avec une décennie de recul, après l'élection de Donald Trump – héritier de Sarah Palin – à la Maison-Blanche. Aujourd'hui, il est difficile de lire les discours de 2008 et leur critique de l'unilatéralisme américain sans entendre l'écho du discours agressif de Trump lors de son investiture, le 20 janvier 2017. Ce vendredi nuageux, sur les marches du Capitole, le quarante-cinquième président des États-Unis a évoqué l'image d'une Amérique en crise, dont les villes sont en proie au chaos et dont le rayonnement international décline. Ce « carnage », a-t-il déclaré, doit prendre fin. Comment ? La réponse de Trump a ainsi retenti : ce jour-là, ses alliés et lui ont émis « un décret, à l'attention de toutes les villes, toutes les capitales étrangères et tous les centres de pouvoir. À compter d'aujourd'hui, une nouvelle vision régira notre pays. À compter d'aujourd'hui, ce sera toujours l'Amérique d'abord, l'Amérique d'abord[12]… » Si les États-Unis traversaient vraiment une crise profonde, s'ils n'étaient plus numéro un, s'ils devaient « retrouver leur grandeur », des évidences selon Trump, alors ils « décréteraient » au moins les conditions du contrat. Ce discours est la réponse de la droite américaine aux défis du XXIe siècle.

Les événements de 2003, 2008 et 2017 sont sans aucun doute des jalons essentiels de l'histoire internationale récente. Mais comment s'articulent-ils ? Quel est le lien entre la crise économique de 2008, le désastre géopolitique de 2003 et la crise

politique américaine qui a fait suite à l'élection de novembre 2016 ? Quelle est la transition historique formée par ces trois points ? Que signifie-t-elle pour l'Europe et l'Asie ? Quel est son lien avec la trajectoire secondaire, mais fracassante du Royaume-Uni, de l'Irak à la crise de la City en 2008 et au Brexit en 2016 ?

Cet ouvrage fait valoir que les personnalités qui sont intervenues aux Nations unies en septembre 2008 avaient raison. La crise financière et les réponses économiques, politiques et géopolitiques à cette crise sont essentielles pour comprendre l'évolution du monde actuel. Mais nous devons faire deux choses afin de prendre toute leur mesure. Nous devons replacer la crise bancaire dans un contexte politique et géopolitique plus global. Et, parallèlement, nous devons analyser ses rouages. Nous devons faire ce que l'Assemblée générale des Nations unies n'a pas pu faire en septembre 2008. Nous devons étudier les mécanismes économiques du système financier. Cette tâche, immanquablement technique, est aussi impitoyable. Une bonne partie des thèmes abordés dans ce livre a quelque chose de glacial et distant. C'est volontaire. Revenir en détail sur l'état d'esprit de Davos n'est pas le seul moyen de comprendre l'articulation du pouvoir et de l'argent pendant la crise. On peut aussi chercher à reconstituer la pensée de ces personnes en étudiant les marques que portent encore leurs victimes, ainsi que leur culture régie par le marché, à la fois conformiste et contradictoire[13]. Mais à ces interprétations plus sensibles, il faut absolument associer le type de récit proposé ici, qui analyse la façon dont étaient vus le fonctionnement – et les dysfonctionnements – des relations du pouvoir et de l'argent, et ce de l'intérieur. Et cette boîte noire vaut la peine d'être ouverte, car, ce livre le montrera, la simple idée, si répandue en 2008, que nous avions affaire à une crise américaine ou même à une crise anglo-saxonne – et donc à un moment clé du déclin de la puissance unipolaire américaine – est profondément erronée.

Cette idée d'une « crise 100 % américaine », reprise avec

empressement de toutes parts – par les Américains comme les analystes du monde entier – masque de profonds liens d'interdépendance[14]. Et de ce fait, elle détourne les critiques et une colère justifiée. Car la crise n'était pas simplement américaine, elle était bien mondiale, et surtout, elle est née dans la zone nord-atlantique. De manière problématique et discutable, elle a recentré l'économie financière mondiale sur les États-Unis, vus comme le seul pays capable de relever le défi [15]. C'est un point d'ordre structurel : les États-Unis sont les seuls à pouvoir créer des dollars. Mais c'est aussi une question de mesures concrètes et de choix politiques – positifs dans le cas américain, terriblement négatifs dans celui de l'Europe. Préciser l'ampleur de cette interdépendance et la mainmise du dollar sur le système financier mondial est essentiel non seulement pour bien comprendre l'histoire, mais aussi parce que cela présente sous un jour nouveau la situation dangereuse créée par le gouvernement de Trump, qui s'est déclaré indépendant dans un monde interconnecté et multipolaire.

I

Réduire la crise de 2008 à un événement américain était tentant, car c'est bien aux États-Unis qu'elle a commencé. Les gens se sont aussi plu à imaginer que l'hyperpuissance recevait la monnaie de sa pièce. L'implosion simultanée de la City de Londres n'a fait que contribuer au délice du moment. Il était pratique pour les Européens de rejeter la responsabilité sur l'autre rive de la Manche, puis de l'autre côté de l'Atlantique. Ce scénario avait même été écrit à l'avance. Comme nous le verrons dans la première partie du livre, les économistes critiques de la présidence de Bush, aux États-Unis et ailleurs, dont de nombreux spécialistes éminents de la macroéconomie, avaient préparé un scénario catastrophe. Il reposait sur les deux déficits des États-Unis – budgétaire et commercial – et leurs répercussions sur la dépendance du pays aux emprunts étrangers. Beaucoup pensaient que les dettes du gouvernement de Bush seraient la première bombe à éclater. Et l'idée que les événements de 2008 soient une crise spécifiquement anglo-américaine est confirmée indirectement dix-huit mois plus tard, quand l'Europe connaît elle aussi une crise. Elle semble suivre un autre script, centré sur les dynamiques politiques et la constitution de la zone euro. Ainsi, les différentes pièces de l'histoire paraissent s'agencer parfaitement quand une crise européenne fait suite à une crise américaine, chacun des deux épisodes répondant à une logique économique et politique distincte.

Cet ouvrage fait valoir qu'interpréter la crise de 2008 et ses répercussions sous l'angle principal de son impact aux États-Unis revient à se méprendre fondamentalement sur sa portée économique et historique, mais aussi à la sous-estimer. L'épicentre de la crise est le marché américain du logement, ça ne fait aucun doute. Des millions de ménages américains ont été les premières victimes, ainsi que les plus durement touchées. Mais cette catastrophe n'était pas la crise présagée par beaucoup

avant 2008, c'est-à-dire une crise de l'État américain et de ses finances publiques. Le risque d'un effondrement sino-américain, que beaucoup craignaient, a été maîtrisé. En revanche, une crise financière déclenchée par le train-train du marché immobilier américain a eu des répercussions à l'échelle mondiale. La crise s'est propagée bien au-delà des États-Unis. Elle a secoué les systèmes financiers des économies les plus avancées au monde – la City de Londres, l'Asie de l'Est, l'Europe de l'Est et l a Russie. Et ses ondes de choc se sont propagées longtemps. Contrairement à l'analyse la plus courante des deux côtés de l'Atlantique, la crise de la zone euro n'est pas un épisode distinct : elle est une conséquence directe du choc de 2008. Le fait même d'assimiler cette crise à un problème interne à la zone euro, centré sur les questions politiques de la dette publique, était un acte politique. Au cours des années suivant 2010, cette interprétation devient l'objet d'une sorte de guerre culturelle transatlantique dans les milieux de la politique économique, un terrain miné que toute histoire portant sur cette période doit négocier avec prudence.

Le premier défi de ce livre consiste ainsi à cartographier cette interprétation erronée, à prolonger la trajectoire de la crise financière mondiale à partir de son centre dans la zone nord-atlantique, et à décrire la continuité des événements entre 2008 et 2012. Mais le second est d'expliquer ce qu'ont fait ou n'ont pas fait les États face à la tourmente. L'impact de la crise a été inégal, mais mondial. Et au vu de leurs vigoureuses réactions, les marchés émergents ont confirmé de manière spectaculaire la multipolarité du monde. Les crises des marchés émergents dans les années 1990 – au Mexique en 1995 ; en Corée, en Thaïlande et en Indonésie en 1997 ; en Russie en 1998 et en Argentine en 2001 – avaient prouvé qu'un État pouvait perdre sa souveraineté très facilement. Tous avaient tiré des enseignements de cette période. En 2008, après s'être astreint à des mesures de renforcement structurel pendant une décennie, aucun des pays en crise dans les années 1990 ne doit faire appel au Fonds

monétaire international (FMI). La réaction de la Chine à la crise financière qu'elle a importée d'Occident prend une ampleur historique mondiale, accélérant ainsi le basculement de l'essentiel des activités économiques vers l'Asie du Sud-Est.

Il est tentant de conclure que la crise de la mondialisation a permis de réaffirmer le rôle essentiel de l'État-nation et de favoriser l'émergence d'un nouveau type de capitalisme d'État. Et cet argument pèse de plus en plus pendant les années qui suivent la crise, à mesure que le retour de bâton politique se fait sentir[16]. Mais une analyse plus détaillée, non de la périphérie mais du cœur de la crise de 2008, révèle que ce diagnostic est au mieux incomplet. Parmi les marchés émergents, les deux pays qui souffrent le plus sont la Russie et la Corée du Sud. Leur point commun, outre des exportations en plein essor, est leur intégration forcée aux marchés européen et américain – ce qui s'avérera la clé. Ce qu'ils vivent n'est pas seulement un effondrement des exportations mais un « arrêt soudain » des financements dans leur secteur bancaire respectif[17]. Par conséquent, des pays bénéficiant d'un excédent commercial et de gigantesques réserves de devises – les piliers supposés de l'autonomie économique – subissent de graves crises monétaires. À une échelle bien plus spectaculaire, la même chose se déroule dans l'Atlantique Nord entre l'Europe et les États-Unis. À l'insu du grand public, la stabilité de l'économie nord-atlantique est menacée à l'automne 2008 par un déficit considérable des financements en dollars dans les plus grandes banques d'Europe. Et dans leur cas, la pénurie ne correspond pas à des dizaines ou même à des centaines de milliards, mais à des milliers de milliards de dollars. C'est l'inverse de la crise qui était prévue : non pas un excédent de dollars, mais une grave insuffisance des fonds en dollars. Le cours de la devise américaine ne s'est pas effondré, il a grimpé en flèche.

Pour comprendre les dynamiques de cette tempête imprévue, nous devons aller au-delà du cadre cognitif habituel de la macroéconomie, hérité du début du XXe siècle. Élaborée après

la Première Guerre mondiale puis la Seconde, la perspective macroéconomique sur les économies mondiales repose sur les États-nations, les appareils productifs nationaux et les déséquilibres commerciaux qui en découlent[18]. C'est une vision de l'économie qui sera à jamais associée à John Maynard Keynes. Naturellement, les débuts de la crise en 2008 rappellent les années 1930, et certains estiment qu'il faut revenir aux principes du « maître[19] ». Et la théorie keynésienne est effectivement indispensable pour saisir les dynamiques d'une consommation en chute libre et de l'effondrement des investissements, le pic de chômage et les politiques monétaires et budgétaires envisageables après 2009[20]. Mais pour analyser le déclenchement d'une crise financière à l'ère d'une mondialisation avancée, l'angle macroéconomique traditionnel a ses limites. Dans les discussions sur le commerce international, il est maintenant admis par tous que ce ne sont plus les économies nationales qui comptent. Le moteur du commerce mondial n'est pas les relations entre les économies nationales, mais plutôt les multinationales, qui coordonnent des « chaînes de valeur » d'un bout à l'autre de la planète[21]. Il en va de même pour les flux d'argent à l'échelle mondiale. Afin de comprendre les tensions au sein du système financier mondial qui a explosé en 2008, il faut s'affranchir de la macroéconomie keynésienne et de ses statistiques sur les économies nationales, auxquelles nous sommes habitués. Comme l'a expliqué Hyun Song Shin, économiste principal à la Banque des règlements internationaux (BRI) et l'un des principaux théoriciens de la nouvelle « macrofinance », nous devons analyser l'économie mondiale non pas en termes de « modèle insulaire » reposant sur des relations économiques bilatérales – entre deux économies nationales –, mais au moyen de la « matrice imbriquée » des bilans d'entreprises – de banque à banque[22]. Comme l'ont montré la crise financière mondiale de 2007-2009 et la crise de la zone euro après 2010, les déficits publics et les déséquilibres des comptes courants ne permettent pas de prédire la force et la vitesse à laquelle les crises financières

modernes peuvent frapper[23]. On ne peut les anticiper qu'en se concentrant sur les ajustements impressionnants susceptibles d'avoir lieu dans cette matrice imbriquée des comptes. Malgré la pression qu'exercent les « déséquilibres macroéconomiques » classiques – sur les budgets et les échanges – une panique bancaire mondiale à l'époque contemporaine déplace bien plus d'argent bien plus soudainement[24] .

Ce que les Européens, les Américains, les Russes et les Sud-Coréens vivent en 2008, et ce que les Européens vivent après 2010, est une implosion du crédit interbancaire. Les secteurs financiers de taille modeste peuvent s'en sortir grâce à des réserves nationales de devises considérables. C'est ce qui sauve la Russie. Mais la Corée du Sud rencontre plus de difficultés. Et en Europe, non seulement il n'y a pas de réserves, mais la taille des banques et leurs transactions libellées en dollars rendent impensable toute tentative de stabilisation autonome et autarcique. Aucune des principales banques centrales n'avait évalué ce risque en amont. Elles n'avaient pas anticipé que la finance mondialisée était peut-être interconnectée avec l'essor des prêts hypothécaires aux États-Unis. La Réserve fédérale américaine (Fed) et le Trésor américain ont mal évalué l'ampleur des répercussions provoquées par la faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre. Jamais, y compris dans les années 1930, un système interconnecté de si grande ampleur n'avait frôlé de si près l'implosion totale. Mais dès que l'imminence de ce risque devient évidente, les autorités des États-Unis s'empressent d'agir. Comme nous le verrons dans la deuxième partie, les Européens et les Américains ne se contentent pas de renflouer leurs banques mal en point au niveau national. La Fed se livre à une innovation véritablement spectaculaire. Elle se transforme en fournisseur de liquidités pour le système bancaire mondial, qui n'a plus d'autre choix. Elle verse des dollars à toutes les instances domiciliées à New York, que les banques soient américaines ou non. Au moyen d'accords de crédit réciproques (ou lignes de *swap* de devises), la Fed autorise un groupe de banques centrales triées sur le volet

à émettre des crédits en dollars à la demande. Cette décision déclenche un déferlement de transactions transatlantiques, dont une majorité émane de la Banque centrale européenne (BCE), et 10 000 milliards de dollars sont injectés dans le système bancaire européen.

Cette réaction est surprenante non seulement en raison de son ampleur, mais aussi parce qu'elle contredit l'histoire économique telle qu'elle était traditionnellement présentée depuis les années 1970. Les décennies précédant la crise avaient été dominées par l'idée d'une « révolution de marché » et par le recul de l'interventionnisme d'État[25]. Les politiques publiques et les régulations n'avaient pas disparu, bien sûr, mais leurs missions étaient déléguées à des organismes « indépendants », les plus emblématiques étant les « banques centrales indépendantes », dont la mission consistait à garantir la discipline, la régularité et la prévisibilité. Les manœuvres politiques et les mesures discrétionnaires étaient les ennemis d'une bonne gouvernance. L'équilibre des pouvoirs faisait partie intégrante de la normalité au sein du nouveau régime de la mondialisation déflationniste. C'est ce que Ben Bernanke a appelé, non sans euphémisme, « la grande modération[26] ». La dissémination du « néolibéralisme » posait une question : les mêmes règles étaient-elles applicables à tout le monde ou, en vérité, certains étaient-ils soumis aux règles alors que d'autres y échappaient[27] ? Les événements de 2008 confirment très clairement ce que sous-entendaient les interventions sélectives des États-Unis lors des crises des marchés émergents dans les années 1990 et après l'éclatement de la bulle d'Internet, au début des années 2000. D'ailleurs, la retenue et la discipline du régime néolibéral étaient soumises à une condition. Face à une crise financière de grande ampleur menaçant des intérêts « systémiques », c'est l'interventionnisme d'État qui a primé, notamment sous la forme de très nombreuses mesures exécutives – un dirigisme qui rappelle une opération militaire ou la médecine d'urgence, plus que la gouvernance conforme au

droit. Et cette situation met au jour une vérité essentielle, quoique déconcertante, dont la dissimulation influençait l'ensemble des politiques économiques depuis les années 1970. Les fondements du système monétaire moderne sont politiques, on ne peut y échapper.

Nul doute que toutes les matières premières dépendent de dynamiques politiques. Mais l'argent et le crédit, tout comme la structure du secteur financier qui les chapeaute, sont créés par le pouvoir politique, les conventions sociales et les règles juridiques, contrairement aux chaussures de sport, aux smartphones et aux barils de pétrole. La monnaie fiduciaire est au sommet de la pyramide monétaire moderne[28]. Créée et sanctionnée par les États, elle ne repose sur rien si ce n'est son cours légal. Ce concept troublant devient littéralement vrai pour la première fois en 1971-1973, quand s'effondre le système de Bretton Woods. Au titre des accords de Bretton Woods signés en 1944, le dollar – point d'ancrage du système monétaire mondial – était lié à l'or. Ceci n'était bien sûr qu'une convention. Quand elle devient trop désavantageuse pour les États-Unis, car la préserver aurait entraîné une déflation, le président Nixon décide de l'abandonner, le 15 août 1971. Cette rupture est historique. Pour la première fois depuis la création de l'argent, aucune monnaie dans le monde n'était plus rattachée à un étalon métallique. En théorie, ce revirement libérait la politique monétaire, permettant ainsi de réguler plus que jamais auparavant la création d'argent et de crédits. Mais dans quelle mesure les décideurs seraient-ils réellement libres après s'être affranchis des « chaînes en or » ? Aux États-Unis, l'étalon-or était devenu intenable en raison de forces socio-économiques puissantes – au sein du pays, la lutte pour le partage des richesses dans une société de plus en plus fortunée ; à l'étranger, la libéralisation des transactions en dollars offshore à Londres dans les années 1960. Quand ces forces se déchaînent dans les années 1970 sans point d'ancrage monétaire, il en résulte une inflation de 20 % dans les économies avancées, ce qui était

inédit en temps de paix. Mais au lieu de faire marche arrière, la libéralisation se poursuit, et au début des années 1980, les flux mondiaux de capitaux ne sont plus soumis à aucune restriction. C'est précisément pour dompter les forces de « l'indiscipline », déclenchées par la disparition de l'argent métallique, que la révolution de l'économie de marché et la nouvelle « logique de la discipline » néolibérale sont instaurées[29]. Au milieu des années 1980, le président de la Fed, Paul Volcker, mène une campagne spectaculaire pour relever les taux d'intérêt et il parvient ainsi à contenir l'inflation. Les seuls prix qui augmentent à l'ère de la grande modération sont ceux des actions et de l'immobilier. Quand cette bulle explose en 2008, quand le monde est confronté non à l'inflation mais à la déflation, les principales banques centrales se libèrent des fers qu'elles s'étaient imposés. Elles sont prêtes à tout pour éviter un effondrement du crédit. Elles sont prêtes à tout pour maintenir à flot le système financier. Et comme le système bancaire moderne est à la fois mondial et libellé en dollars, il faut donc que les États-Unis prennent des mesures transnationales sans précédent.

L'apport de liquidités de la Fed est spectaculaire, historique et d'une importance durable. Presque tous les spécialistes s'accordent à dire que les lignes de *swap* qui ont permis à la Fed d'injecter des dollars dans l'économie mondiale sont sans doute l'innovation décisive de la crise[30]. Mais le grand public ignore pour ainsi dire leur existence. Elles sont mises à l'écart par des polémiques sur les sauvetages financiers accordés à certaines banques et par les interventions ultérieures des banques centrales, qui appliquent une procédure appelée assouplissement quantitatif. Même dans les mémoires de Ben Bernanke, par exemple, les injections transatlantiques de liquidités en 2008 sont à peine mentionnées, contrairement au casse-tête politique complexe de la reprise d'AIG ou à la restructuration des prêts hypothécaires[31].

La complexité technique et administrative des mesures appliquées par la Fed contribue sans aucun doute à leur oubli,

mais les dynamiques politiques vont plus loin. Le sauvetage des banques en 2008 provoque un sentiment durable et amer de récrimination, et ce à juste titre. L'argent des contribuables, à hauteur de centaines de milliards de dollars, sert à secourir des banques cupides. Certaines interventions sont rentables, d'autres non. Nombre de décisions prises au cours des sauvetages financiers sont extrêmement litigieuses. Aux États-Unis, elles créent une profonde fracture au sein du Parti républicain, qui a des conséquences dramatiques huit ans plus tard. Mais le problème ne se limite pas aux décisions individuelles et aux programmes politiques des partis, il contamine la façon dont nous pensons et décrivons la structure de l'économie moderne. Tout remonte directement au dessein analytique visant à réinventer les dynamiques économiques internationales, imposé par la crise et formulé par les défenseurs de la macrofinance. Dans le modèle insulaire des relations économiques internationales auquel nous étions habitués au XXe siècle, les unités de base étaient les économies nationales, qui commerçaient ensemble, enregistraient des excédents et déficits commerciaux, et accumulaient des actifs et passifs au niveau national. Ces concepts avaient été popularisés par les économistes, qui leur avaient donné une existence empirique et quotidienne grâce aux statistiques sur le chômage, l'inflation et le PIB. Un écosystème de politiques nationales s'est développé autour de ces idées[32]. Une politique économique était bonne si elle était favorable à la croissance du PIB. Les questions de redistribution – le jeu politique du « Qui renversera qui ? » – pouvaient être rapportées à l'intérêt général, c'est-à-dire à l'idée de « partager un plus gros gâteau ». Au contraire, la nouvelle économie de la macrofinance, obnubilée par la « matrice imbriquée » des bilans d'entreprises, élimine tous les euphémismes rassurants. Aux agrégats économiques nationaux se substitue un intérêt renforcé pour les bilans d'entreprise, où se joue véritablement le destin du système financier. C'est une véritable révélation, car c'est un élément

tangible sur lequel la politique économique peut s'appuyer. Mais ce qui en ressort est absolument indigeste en termes politiques. Le système financier ne se compose pas, en réalité, de « flux monétaires nationaux ». Il n'est pas non plus constitué d'une masse d'entreprises minuscules, anonymes, microscopiques – l'idéal de la « concurrence parfaite » et l'équivalent économique du citoyen individuel. L'écrasante majorité des crédits privés est créée par une oligarchie soudée d'entreprises – les composants essentiels de la matrice imbriquée de Hyun Song Shin. Au niveau mondial, vingt à trente banques comptent vraiment. En y ajoutant les banques influentes à l'échelle d'un pays, le total atteint peut-être cent grandes institutions financières dans le monde. Les méthodes permettant d'identifier et de surveiller les dénommées institutions financières d'importance systémique (SIFI) – un mécanisme appelé surveillance macroprudentielle – font partie des principales innovations des gouvernements datant de la crise et de ses retombées. Ces banques et les personnes qui les dirigent jouent également un rôle de premier plan dans cet ouvrage.

Il faut admettre que la politique « historique » de Ben Bernanke consistant à injecter des liquidités à l'échelle mondiale revenait à verser des milliers de milliards de dollars à cette coterie de banques, à leurs actionnaires et à leurs cadres, qui percevaient des salaires scandaleux. Et comme nous le verrons, il est possible de détailler précisément qui a obtenu quoi. Pour ne rien arranger à cette situation gênante, bien que la Fed soit une banque centrale nationale, au moins la moitié des liquidités ont été versées non pas à des banques domiciliées aux États-Unis, mais plutôt en Europe. Si la crise de 2008 est, en termes intellectuels, une crise macroéconomique, et, en termes pratiques, une crise des instruments traditionnels de la politique monétaire, elle est à cet égard une profonde crise du monde politique moderne. Peu importe que les mesures de la Fed aient été inédites et efficaces, leurs répercussions concrètes sont à peine avouables, même pour les responsables politiques qui ne

jurent que par la mondialisation. Si personne n'ignore que nous vivons dans un monde où règnent des oligopoles d'entreprises, cette réalité et ses incidences sur les priorités des États sont révélées au grand jour pendant et après la crise. C'est une vérité dérangeante et explosive qui déstabilise la démocratie politique des deux côtés de l'Atlantique.

II

Ainsi, il n'est pas surprenant que les Européens aient été ravis d'oublier que leurs banques mondiales étaient mêlées à la crise transatlantique. En 2008, les Britanniques sont occupés à gérer leur propre catastrophe nationale. Dans la zone euro, sous la direction de la France et de l'Allemagne, la crise financière de 2008 passe à la trappe, car la « crise de la dette souveraine » prend le relais en 2010[33]. Et personne ne s'empresse de reconnaître sa dépendance à la Fed américaine ou d'admettre un sentiment d'obligation ou de respect. À cet égard également, les Américains perdent leur autorité. Les Européens se hâtent de réduire les différends de la crise américaine de 2008-2009 au genre d'improvisation et d'indiscipline qui était précisément la source des problèmes. Ces événements sont la première étape d'une guerre culturelle transatlantique dont l'apogée est le débat acerbe sur la crise de la zone euro, détaillée dans la troisième partie de ce livre.

Étant donné que ces deux crises sont interconnectées, et que l'ampleur et la rapidité de la première sont bien plus impressionnantes, le contraste est douloureux entre l'endiguement plutôt efficace de la débâcle planétaire en 2008 (décrit dans la deuxième partie) et la catastrophe incontrôlable que connaît la zone euro à partir de 2010 (racontée dans la troisième partie). La question de la dette grecque provoque une crise européenne qui se déroule selon un scénario à part. Néanmoins, comme l'admettent aujourd'hui les hauts responsables des instances économiques de l'UE, ces événements ne reposaient pas sur des questions économiques[34]. La viabilité de la dette publique était peut-être un problème à long terme. La Grèce était certes insolvable. Mais la dette publique excessive n'est pas le dénominateur commun de la crise de la zone euro prise dans son ensemble. Ce dénominateur commun est la dangereuse fragilité d'un système financier surendetté, qui est à la merci des financements à court terme sur les marchés.

La crise de la zone euro est une puissante réplique du séisme qui avait secoué le système financier de l'Atlantique Nord en 2008 et elle parcourt lentement le dédale des institutions politiques de l'UE[35]. Comme l'a formulé un éminent spécialiste de l'UE et notamment de ses sauvetages financiers : « Si nous avions placé les banques sous une tutelle centrale, alors [dès 2008], nous aurions résolu le problème d'un seul coup[36]. » Au lieu de ça, la crise de la zone euro est prise au piège d'un cercle vicieux mêlant crédits public et privé, à laquelle s'ajoute une crise du projet européen.

Comment expliquer l'étrange métamorphose d'une crise des prêteurs en 2008 en une crise des emprunteurs après 2010 ? Difficile de ne pas soupçonner un tour de passe-passe. Pendant que les contribuables européens sont soumis à rude épreuve, les banques et d'autres bailleurs de fonds sont remboursés grâce à de l'argent injecté dans les pays qui bénéficient d'un sauvetage. On en déduit facilement que la logique cachée de la crise de la zone euro, après 2010, est une redite déguisée des sauvetages bancaires de 2008. Selon un critique mordant, c'est la plus grande arnaque de l'histoire[37]. Mais si c'était vrai, si les événements de la zone euro étaient une redite voilée de 2008, on aurait au moins pu s'attendre à des résultats semblables à ceux des États-Unis. Là-bas, les hostilités de la crise ont révélé des inégalités colossales et tous ses protagonistes l'ont compris[38]. Alors que les bénéficiaires d'aides sociales tentaient de s'en sortir, les banquiers ont conservé un train de vie luxueux. En revanche, malgré une répartition scandaleuse des coûts et des bénéfices, la gestion de crise a fonctionné aux États-Unis. Depuis 2009, l'économie américaine est sur une pente ascendante et, du moins selon les critères des statistiques officielles, elle s'approche maintenant du plein emploi. À l'opposé, la zone euro, par ses choix politiques obstinés, a poussé des dizaines de millions d'Européens dans les abysses d'une dépression rappelant celle des années 1930. C'est l'un des pires cas d'autodestruction économique de notre histoire. Qu'un pays minuscule comme

la Grèce, dont l'économie représente 1 % à 1,5 % du PIB de l'UE, soit devenu l'élément clé de cette catastrophe fait de l'histoire européenne une cruelle caricature.

C'est un spectacle scandaleux. Des millions de personnes ont souffert sans raison valable. Et malgré notre indignation, il faut insister lourdement sur ce point : les mots clés sont « sans raison valable[39] ». La réaction à la crise financière de 2008-2009 a été régie par une logique univoque. Cette logique repose certes sur une lutte des classes – « Wall Street d'abord, les autres ensuite » – mais au moins, il y a une logique et elle a été appliquée à grande échelle. Attribuer la même logique à la gestion de la zone euro serait faire trop d'honneur aux dirigeants européens. Ici, il n'est pas question d'un illusionnisme politique qui aurait permis aux élites européennes de dissimuler leurs mesures pour protéger les intérêts des grandes entreprises européennes. Non, c'est un désastre, la confusion de visions contradictoires, un spectacle déprimant où se mêlent les occasions manquées, l'échec des dirigeants et l'incapacité à agir ensemble. Si certains groupes ont tiré leur épingle du jeu – quelques porteurs d'obligations qui ont été payés, une banque qui a échappé à une restructuration radicale – c'était à une échelle réduite, un phénomène anecdotique par rapport à des coûts monumentaux. Non que chaque rouage – l'Allemagne, la France, le FMI – ait agi en dépit du bon sens, mais ils ont dû agir ensemble et le résultat de leur action s'est avéré catastrophique. Les blessures sociales et politiques qu'ils ont infligées au projet européen ne cicatriseront peut-être jamais. Mais notre indignation nous pousse aussi à oublier une autre conséquence à long terme de cette pagaille. La gestion catastrophique de la crise de la zone euro, dans la foulée de la crise financière transatlantique de 2008-2009, ne touche pas seulement des millions de citoyens européens. Elle a de terribles répercussions pour les entreprises européennes, sur lesquelles, bon gré mal gré, comptent ces mêmes citoyens pour trouver un emploi et toucher un salaire.

Loin de profiter de la gestion de crise européenne,

les entreprises en sont même les victimes, en particulier les banques européennes. Depuis 2008, l'essor de l'Asie n'est pas la seule force qui bouleverse la hiérarchie mondiale du monde des affaires, c'est aussi le déclin de l'Europe[40]. C'est peut-être surprenant pour les Européens qui entendent régulièrement parler du formidable excédent commercial de l'Allemagne. Mais comme le notent les économistes allemands les plus perspicaces, ces excédents découlent autant d'importations réprimées que d'exportations extrêmement dynamiques[41]. Le secteur européen des affaires chute inexorablement dans les classements mondiaux, à la vue de tous. On a beau le regretter, l'économie mondiale n'est pas dirigée par des entreprises de taille intermédiaire, mais par quelques milliers de sociétés tentaculaires dont les titres boursiers imbriqués sont aux mains d'un groupe très réduit de gestionnaires d'actifs. Dans l'arène où s'affrontent les entreprises, les crises qui ont fait rage de 2008 à 2013 ont infligé au capital européen une défaite historique. De nombreux facteurs y contribuent sans nul doute, mais l'un des plus crucial est l'état de l'économie européenne. Les exportations sont importantes, mais, comme la Chine et les États-Unis en témoignent, rien ne remplace un marché intérieur en bonne santé. Si, d'un point de vue cynique, nous décrétons que la mission fondamentale de la zone euro n'est pas de servir ses citoyens mais de fournir au capital européen un terrain où accumuler des richesses sur le marché intérieur, alors la conclusion est claire : entre 2010 et 2013, c'est un échec spectaculaire. Pas tant à cause d'institutions manquantes dans la zone euro que de choix faits par des chefs d'entreprise irresponsables, des responsables dogmatiques dans les banques centrales et de figures politiques timorées.

Naturellement, ce monde n'a rien de réjouissant. Les Européens aiment peut-être voir la Commission européenne s'attaquer aux grands monopoles tels que Google. Ils se réjouissent peut-être quand Bruxelles exige qu'Apple paie des impôts en Irlande[42]. Mais les amendes infligées à la Silicon

Valley ne représentent qu'une infime partie du trésor de ces géants. Une vision très différente du rapport de forces émerge des moments, en 2016, où le monde financier a retenu son souffle en attendant l'annonce des dommages-intérêts que le ministère américain de la Justice imposerait à la Deutsche Bank pour fraude hypothécaire. La situation financière de cette banque était jugée si fragile que son sort semblait à la merci des autorités américaines[43]. Après avoir été le moteur d'Allemagne S.A. pendant plus d'un siècle, la Deutsche Bank dépendait du bon vouloir des États-Unis. Après la crise, c'était la seule banque d'affaires européenne qui avait conservé un certain prestige mondial.

Les Européens ne souhaitent peut-être plus rivaliser avec le reste du monde pour dominer le monde des affaires. Ils espèrent même peut-être acquérir ainsi plus de liberté au sein de leur démocratie politique. Mais ces velléités d'autonomie risquent d'être réduites à néant par leur dépendance croissante aux technologies des autres, à la stagnation relative de la zone euro et à la dépendance logique du modèle de croissance européen aux exportations vers les marchés des autres. Au lieu d'être autonome, l'Europe risque de subir le corporatisme capitaliste des autres. En effet, en ce qui concerne la finance internationale, les dés ont déjà été jetés. Depuis les crises de 2008 et 2010, l'Europe est hors-jeu. L'avenir appartient aux survivants de la crise aux États-Unis et aux marchés émergents de l'Asie[44]. Ils choisiront peut-être de s'implanter dans la City de Londres, mais après le Brexit, rien n'est moins sûr. Il est possible que Wall Street, Hong Kong et Shanghai court-circuitent l'Europe.

S'il était seulement question des blessures que l'Europe s'est infligées, nous aurions déjà de quoi faire. Mais réduire la crise de la zone euro à un événement purement européen serait aussi trompeur que réduire la crise de 2008 à un phénomène purement américain. En réalité, la crise de la zone euro a dépassé ses frontières à plusieurs reprises. Au moins trois fois – au printemps 2010, à l'automne 2011 et à l'été 2012 – la zone euro

frôle la rupture tumultueuse, associée à la nette possibilité que la crise de la dette souveraine absorbe des dettes publiques à hauteur des milliers de milliards de dollars. L'idée que l'Allemagne ou tout autre pays en sorte indemne est absurde. L'inversion des fronts qui en résulte est impressionnante. En 2008, les Européens expérimentés appellent le gouvernement déconnecté de Bush à admettre la réalité du mondialisme. Dix-huit mois plus tard, les progressistes centristes du gouvernement d'Obama implorent la zone euro de stabiliser son système financier malgré la résistance obstinée et insouciante des conservateurs à Berlin et Frankfort. Dès avril 2010, selon le reste du G20 et bien d'autres pays, la crise de la zone euro est trop dangereuse et les Européens trop incompétents pour qu'on les laisse régler leurs affaires. Pour éviter que la Grèce ne devienne « une redite de Lehman Brothers », les Américains mobilisent le FMI – création par excellence du mondialisme du milieu du XXe siècle – afin de secourir l'Europe du XXIe siècle. En mai 2010, ce sauvetage empêche que la situation ne s'aggrave, mais il immobilise l'Europe, le FMI et les États-Unis, un complice, dans un enchevêtrement cauchemardesque dont ils sont toujours prisonniers sept ans plus tard. Le sauvetage n'a pas non plus contenu la panique sur les marchés obligataires. Jusqu'à l'été 2012, le spectre d'une grande crise européenne de la dette souveraine hante les États-Unis et le reste de l'économie mondiale. Il faut attendre juillet 2012, et les exhortations réitérées de Washington et du G20, pour que l'Europe se stabilise – ce qu'elle fait en appliquant des mesures généralement décrites comme une « américanisation » tardive de la BCE[45].

III

Si le temps s'était arrêté à l'automne 2012, le contraste avec la situation de septembre 2008 à New York aurait été remarquable. Malgré des débuts peu prometteurs, il aurait été malvenu de nier que le libéralisme américain reposant sur les entreprises, incarné par le gouvernement d'Obama, l'avait de nouveau emporté. Et même aujourd'hui, notre impression que la crise financière a pris fin et que la normalité a été restaurée dépend de ce qui s'est passé à l'automne 2012. À ce moment, le risque d'une crise totale est écarté. Le retour à la normale se caractérise par le fait que les États-Unis sont toujours numéro un. La réélection d'Obama en novembre 2012 le confirme. C'est un coup d'arrêt à la tendance qu'avait voulu lancer Sarah Palin. À l'international, les marchés émergents sont en plein essor, notamment grâce aux généreux apports en dollars injectés par la Fed. L'UE, de son côté, est à la traîne. En 2008, Obama s'était distancié de Bush et Cheney en se montrant modeste et prudent, mais en 2012, il reprend le discours classique de l'exceptionnalisme. Les États-Unis sont « indispensables ». Cette expression, adoptée à l'époque Clinton, trouve un nouveau souffle[46]. C'est le grand retour de la politique étrangère vue sous un prisme global. Les nouveaux objectifs sont deux traités « commerciaux », le Partenariat transatlantique de commerce et d'investissement (TTIP selon son acronyme anglais) et le Partenariat transpacifique (TPP), qui sont en réalité des projets monumentaux d'intégration commerciale, financière, technique et juridique motivés par des considérations géopolitiques. Si le premier mandat d'Obama est décevant, ces déboires peuvent être attribués à l'opposition conservatrice. C'est déprimant, mais pas étonnant. La modernité et le capitalisme mondial sont des forces motrices dynamiques et impatientes ; il faut s'attendre à ce que les conservateurs traînent les pieds. Mais finalement, l'histoire poursuit son chemin. Même en Europe, la gestion pragmatique l'emporte sur les dogmes conservateurs.

Si nous voulons comprendre les dix dernières années sous un angle historique, nous devons prendre au sérieux ce regain d'autosatisfaction. Au vu des événements ultérieurs, notre vision rétrospective est aisément brouillée par un mélange de colère, d'indignation et de peur. Mais sur le moment, cette confiance retrouvée est incontestable et elle a laissé un patrimoine intellectuel. C'est à ce moment que les premiers comptes rendus de la crise sont écrits. Le plus optimiste affirme que le système a fonctionné[47]. Un autre déclare que cette crise a été celle du statu quo[48]. Le plus pessimiste avance que nous vivons dans une galerie des glaces[49]. L'enrayement particulièrement précoce et efficace de la crise a donné lieu à une fausse impression de stabilité, qui, à son tour, a pompé l'énergie nécessaire à des réformes fondamentales. Pour cette raison, le risque d'une redite est grand. Mais on ne peut assimiler une redite à la continuation ou à la prolongation. Tous ces scénarios – les plus pessimistes comme plus optimistes – sont partis du principe que la crise de 2008-2012 était terminée. À l'origine, c'était aussi le postulat de ce livre, qui devait être l'analyse rétrospective d'une crise ayant pris fin. En 2013, il semblait urgent d'expliquer les liens étroits entre les crises de Wall Street et de la zone euro, de faire justice à la nature transnationale de la crise – ses effets en Europe de l'Est et de l'Ouest, et en Asie – mais aussi d'analyser le rôle fondamental de l'intervention des États-Unis et les outils novateurs employés par la Fed, de décrire les initiatives brutales, prolongées et inadaptées de l'Europe, et de faire la lumière sur une période intense mais négligée de diplomatie financière transatlantique. L'ensemble de ces questions vaut encore la peine d'être étudié de près. Mais cette mission prend aujourd'hui un sens nouveau, plus inquiétant. Car pour comprendre les risques qui nous guettent en 2017, il faut déchiffrer les mécanismes du système financier reposant sur le dollar et sa fragilité. Si la présidence de Trump marque le point le plus bas de l'autorité politique américaine, c'est d'autant plus troublant au vu de la forte dépendance fonctionnelle aux États-Unis que

révèle la crise de 2008, mais aussi la crise de la zone euro.

Il faut maintenant admettre que, en dépit de l'hypothèse qui prévalait en 2012-2013, la crise n'était pas terminée. Nous ne sommes pas face à une redite, mais à une mutation et à une métastase. Comme le détaillera la quatrième partie de ce livre, la crise économique et financière qui a fait rage de 2007 à 2012 s'est transformée, entre 2013 et 2017, en une crise politique et géopolitique globale de l'ordre qui était issu de la guerre froide. Et il ne faut pas en négliger la répercussion politique la plus évidente. Le conservatisme était peut-être une doctrine catastrophique pour combattre la crise, mais les événements qui s'enchaînent depuis 2012 suggèrent que le triomphe du libéralisme centriste était lui aussi erroné[50]. Comme le révèle crûment l'intensification du débat sur les inégalités aux États-Unis, les libéraux centristes peinent à donner des réponses convaincantes aux problèmes à long terme de la démocratie capitaliste moderne. La crise a accentué ces tensions préexistantes, attisées par la hausse des inégalités et de la privation des droits électoraux. Et les mesures spectaculaires prises depuis 2008 pour lutter contre la crise, malgré leur excellente efficacité à court terme, ont aussi de graves effets secondaires. Sur ce point, les conservateurs avaient raison. Pendant ce temps, les défis géopolitiques, qui ne sont pas dus aux violents conflits au Moyen-Orient ou au retard « slave », mais bien à la nette avancée de la mondialisation, n'ont pas disparu. Ils se sont intensifiés. Et si « l'alliance occidentale » existe encore, elle est de moins en moins coordonnée. En 2014, le Japon a frôlé l'affrontement avec la Chine. Et l'UE – le colosse qui « ne se mêle pas de géopolitique » – a mollement attaqué la Russie sur la question de l'Ukraine. Pendant ce temps, après une gestion honteuse de la crise de la zone euro, l'Europe a connu une mobilisation spectaculaire à gauche comme à droite. Mais au lieu d'être interprété comme l'expression d'une démocratie européenne dynamique face à l'échec déplorable des gouvernements, même si cette expression est parfois

désagréable, le nouveau paysage politique issu de la crise a été diabolisé, qualifié de « populiste » – un terme entaché par les connotations des années 1930 ou attribué à l'influence maligne de la Russie. Les forces du statu quo rassemblées au sein de l'Eurogroupe ont entrepris de contenir puis de neutraliser les gouvernements de gauche élus en Grèce et au Portugal en 2015. Grâce aux nouveaux pouvoirs octroyés à la BCE, la vigueur de la zone euro ne faisait plus aucun doute. Les questions sur les limites de la démocratie au sein de l'UE et son asymétrie étaient d'autant plus pressantes. Contre la gauche et sa nature raisonnable, les méthodes brutales de l'endiguement ont fonctionné. Contre la droite, elles ont échoué, comme l'ont prouvé le Brexit, la Pologne et la Hongrie.

IV

Les historiens se plaisent à penser que le recul est tonifiant. Il accorde une forme de détachement et de perspective couramment qualifiés de vertus dans cette discipline. Mais tout dépend où nous emmène le temps. L'historiographie n'échappe pas à l'histoire qu'elle tente de reconstituer. Il ne faut pas se demander combien de temps doit s'écouler avant de pouvoir écrire l'histoire, mais plutôt ce qu'il s'est passé entretemps et, au moment de la rédaction, ce à quoi il faut s'attendre. Ce livre, par exemple, aurait été plus facile à rédiger et aurait peut-être proposé des conclusions plus claires s'il avait été terminé encore moins longtemps après la période qu'il commence par décrire. Il sera peut-être plus facile d'écrire un ouvrage comme celui-ci dans dix ans, même si, au train où vont les choses, c'est peut-être trop optimiste. Force est de constater que le dixième anniversaire de la crise de 2008 n'est pas un point de vue confortable pour un historien de centre-gauche, dont les loyautés personnelles sont partagées entre l'Angleterre, l'Allemagne, « l'île de Manhattan » et l'UE. La situation pourrait être pire, bien sûr – un livre sur le dixième anniversaire de 1929 aurait été publié en 1939. Nous n'en sommes pas là, du moins pas encore. Mais la période actuelle est sans aucun doute plus inconfortable et déconcertante qu'on n'aurait pu l'imaginer avant le début de la crise.

Parmi les nombreux symptômes de malaise et de crise qui nous affectent depuis la victoire de Donald Trump, il faut noter l'extraordinaire variété de méthodes politiques postfactuelles qu'il incarne. Il ne dit pas la vérité. Ses propos n'ont aucun sens. Il n'est pas cohérent. Le pouvoir semble s'être dégagé de tout lien avec les valeurs fondamentales que sont la raison, la cohérence logique et les preuves factuelles. Quelle est la cause de cette dégénérescence ? Les facteurs sont multiples. On peut notamment citer une démagogie politique sans scrupule, la dévalorisation de la culture populaire et le monde en vase clos

des émissions du câble et des réseaux sociaux, ainsi que la personnalité de Trump. Mais attribuer à Trump et consorts la tendance actuelle à la désinformation revient à tomber d'autant plus profondément dans la folie[51]. Comme le montrera ce livre, l'histoire de la crise démontre une réelle incapacité à gérer notre situation actuelle en nous appuyant sur des faits. Ceux que l'on qualifie de populistes ne sont pas les seuls qui ont du mal à admettre la vérité. L'ampleur du problème les dépasse largement et concerne le centre comme la périphérie du paysage politique traditionnel. Nul besoin de revenir sur l'argumentaire trompeur et incohérent qui a été présenté en faveur de la guerre en Irak ou sur sa couverture médiatique flagorneuse. Le président actuel de la Commission européenne l'a annoncé au printemps 2011 : « Quand les choses se corsent, on est obligé de mentir[52]. » Venant de lui, on peut au moins se dire qu'il sait ce qu'il fait. À en croire Jean-Claude Juncker, cacher la vérité au grand public est tout simplement ce qu'exige la gouvernance du capitalisme à l'heure actuelle.

La perte de crédibilité est flagrante et totale. Les blessures sont profondes. Il est simpliste, voire malhonnête, d'affirmer que les progressistes doivent simplement « se relever, s'épousseter et recommencer » (comme l'encourage une chanson américaine datant de la Grande Dépression) ou de dire que si les États-Unis ont échoué, nous devons nous tourner vers le jeune président français ou la chancelière allemande, à la fiabilité implacable. Un tel discours ne fait pas justice à l'envergure des catastrophes depuis 2008, pas plus qu'il ne reflète l'incapacité des politiques bancales qui prévalent en Europe et aux États-Unis à proposer une solution adaptée à la crise. Il ne fait pas justice à la gravité de notre impasse politique, une situation où le centre et la droite ont échoué et où la gauche a mené une campagne massive d'obstruction, y compris à son encontre. Il n'admet pas non plus que certaines pertes soient irréparables et que parfois, il ne faut pas persévérer, mais plutôt faire une pause, afin de faire le point face à nos attentes déçues, et ensuite établir un bilan des analyses

erronées et des désenchantements. Cet effort de reconstruction comporte une part d'immobilité. Pourtant, alors même que nous nous tournons vers le passé, nous pouvons compter sur l'agitation du capitalisme mondial pour nous forcer à avancer. Elle nous tire déjà vers l'avenir. Comme nous le verrons dans le dernier chapitre, de nouveaux défis et crises économiques se profilent déjà, non pas aux États-Unis ou en Europe, mais en Asie et sur les marchés émergents. Revenir sur le passé n'est pas un acte de refus. C'est une simple contribution à l'indispensable effort collectif qui consiste à accepter le passé ou à comprendre ce qui a mal fonctionné. Pour ce faire, il n'y a d'autre choix que de démanteler la machine financière. C'est là que nous découvrirons le mécanisme qui a provoqué une implosion mondiale et que nous comprendrons pourquoi cette désintégration a pris le monde de court.

Partie I

AVANT LA TEMPÊTE

Chapitre 1

LA « MAUVAISE CRISE »

Le 5 avril 2006, le jeune sénateur de l'Illinois, Barack Obama, quitte brièvement les discussions qui se tiennent au Congrès sur un accord nucléaire avec l'Inde pour assister à l'inauguration d'un nouveau projet de réflexion à la Brookings Institution[1]. Pour beaucoup, cet organisme est l'institut de recherche le plus influent au monde dans le domaine des sciences sociales. L'intervention d'Obama lors de cette conférence est une audition qui définira sa présidence[2]. Le discours qu'il prononce ce jour-là concerne une nouvelle initiative – le Hamilton Project – lancée par Robert Rubin, l'un des faiseurs de roi du Parti démocrate. Robert Rubin incarne le lien noué dans les années 1990 entre les démocrates centristes et les banquiers mondialistes qui ont réinventé la politique économique des États-Unis. En 1993, Robert Rubin avait quitté le sommet de la hiérarchie de Wall Street – coprésident de Goldman Sachs – pour devenir le premier responsable du Conseil économique national, créé par Bill Clinton pour être le pendant du Conseil de sécurité nationale. Deux ans plus tard, l'ancien banquier était nommé secrétaire au Trésor. Le 5 avril 2006, aux côtés de Robert Rubin à la conférence de la Brookings Institution, se trouve aussi un jeune économiste, Peter Orszag, lui aussi vétéran du gouvernement de Clinton et futur directeur du budget au sein du gouvernement d'Obama. En 2008, Obama recrute quasi exclusivement d'anciens employés du Trésor à l'époque de Robert Rubin pour occuper les postes relatifs à l'économie. Douze mois avant la crise financière, deux ans et demi avant qu'Obama n'entre à la Maison-Blanche, le lancement du Hamilton Project présente en détail la perspective de certains de ses conseillers les plus influents. Cette conférence révèle à la fois ce qu'ils anticipent et ce qui leur

échappe.

I

De retour dans le monde des affaires en 1999, Robert Rubin craint des dérives à Washington. La mondialisation avait été le principal défi des années 1990, mais elle l'est d'autant plus à l'aube du nouveau millénaire. Mais au milieu du second mandat de George W. Bush, les politiques du gouvernement républicain mettent les États-Unis en danger. Au lieu d'atténuer les pressions exercées par la concurrence mondiale, elles divisent la société américaine. Cette tendance risque de provoquer à la fois un mouvement d'opposition à la mondialisation et une crise financière catastrophique menaçant la stabilité monétaire des États-Unis et le prestige mondial du dollar.

Non pas que Robert Rubin et son entourage soient des victimes de ce contexte mondialisé. Après son passage au ministère des Finances, Robert Rubin avait choisi une influente sinécure : président honoraire du conseil d'administration de Citigroup. Peter Orszag, qui avait commencé sa carrière avec des postes à l'université, dans la fonction publique et dans des cabinets-conseil, finit également par intégrer Citigroup. Pour l'Américain moyen, l'histoire est pourtant tout autre. Il y avait certes eu de bons moments, et les partisans de Clinton se félicitaient encore de la période faste des années 1990 et de la double bulle d'Internet et de la finance. Mais depuis les années 1970, les salaires ne suivaient plus le rythme de la productivité. Les méritocrates du Hamilton Project sont persuadés de connaître les coupables. Les écoles américaines ne dispensent pas à la jeunesse les enseignements indispensables pour conserver une longueur d'avance sur le marché du travail. Les premiers rapports publiés par le Hamilton Project débordent de propositions visant à améliorer le recrutement des professeurs et à mieux tirer parti des vacances d'été des enfants [3]. À l'époque, le débat sur la politique économique est dominé par cette démarche dont le but est d'améliorer la productivité – une méthode pratique, libre de toute idéologie et « fondée sur

des faits ». Son objectif est en revanche éminemment politique, comme en témoigne le discours d'Obama :

« Quand vous investissez dans l'enseignement et la santé pour la population active, les dividendes apparaissent à tous les niveaux de notre économie. [...] Je pense que si vous faisiez un sondage auprès des personnes ici présentes, vous verriez qu'une majorité d'entre nous défend fermement le libre-échange et le marché. Bob [Rubin] et moi débattons depuis environ un an sur ce que nous pouvons faire pour les perdants de l'économie mondialisée. Avant, nous avions tendance à penser qu'il fallait créer d'autant plus de richesses et faciliter la reconversion de ceux qui en avaient besoin. Mais nous n'avons pas pris cette question suffisamment au sérieux. [...] Dites-vous [...] qu'il y a des gens à Decatur ou à Galesburg, dans l'Illinois, dont l'emploi a été supprimé. Ils n'ont plus d'assurance-maladie. Ils n'ont plus la certitude de toucher une retraite. Ils se disent pour la première fois que leurs enfants s'en sortiront peut-être moins bien qu'eux[4]. »

C'est une trahison du rêve américain, celui de l'ascension permanente, une dynamique risquant d'entraîner un retour de bâton politique. C'est ce qu'exprime Obama : « Ce phénomène se manifestera à terme par des sentiments nationalistes, protectionnistes et anti-immigration dont nous débattons ici à Washington. Le travail que nous faisons ici a des conséquences bien réelles. Ce processus est brutal[5]. »

Face aux craintes suscitées par la mondialisation et au risque d'une révolte populiste, deux dangers qui sont manifestes dès 2006, Obama lui-même n'hésite pas à évoquer un aspect du nationalisme économique : « Maîtriser notre déficit et veiller à ce que notre dette ne soit pas aux mains de nations étrangères, voilà la solution gagnante pour tous. » Outre la concurrence mondiale, l'équipe du Hamilton Project se préoccupe avant tout de la dette.

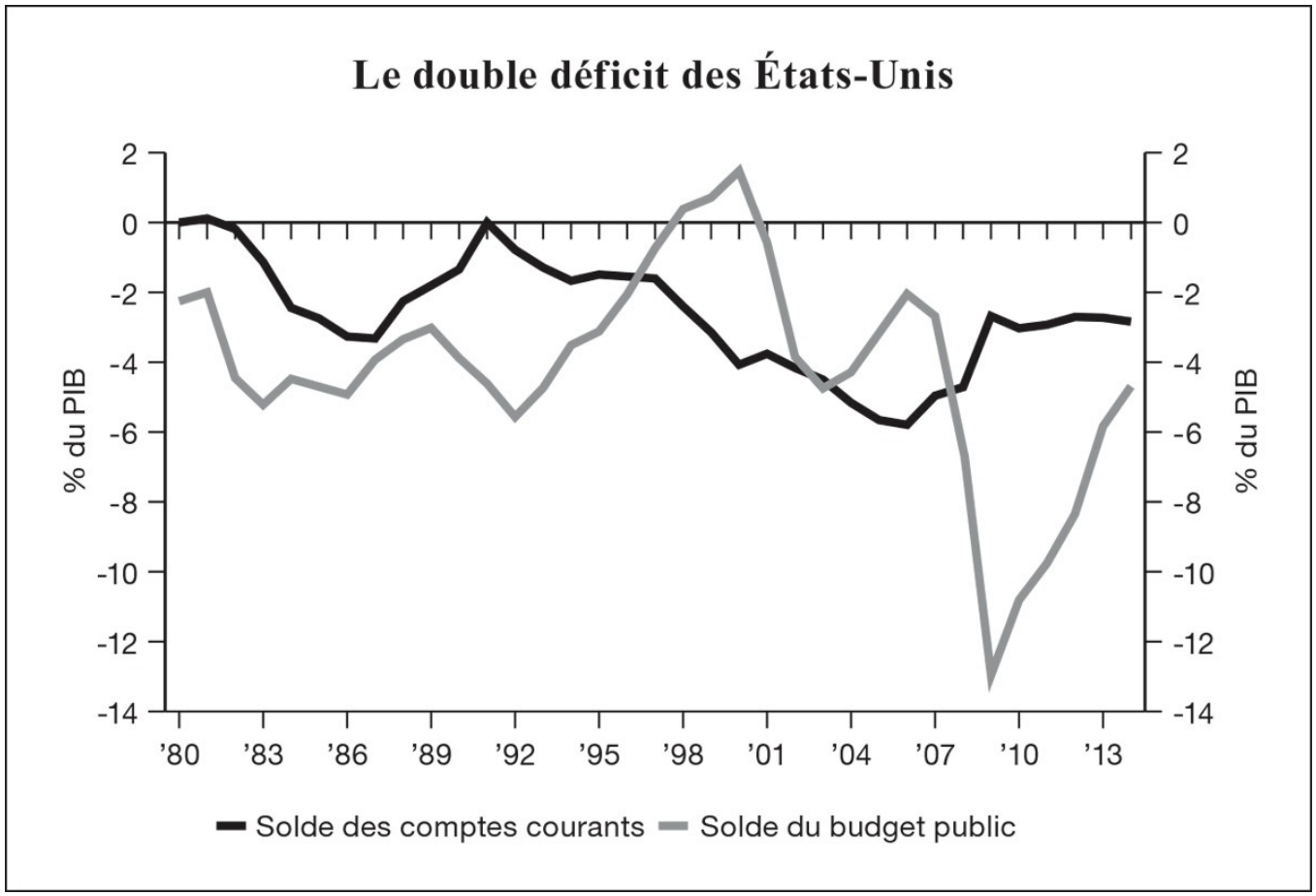
En tant que secrétaire au Trésor au gouvernement de Bill Clinton, Robert Rubin était fier d'avoir transformé les déficits de l'époque Reagan en excédent budgétaire notable. Mais depuis

cette période, sous l'autorité des républicains, les États-Unis fonçaient dans le mauvais sens. En juin 2001, après l'explosion de la bulle d'Internet et une élection contestée, le gouvernement de Bush avait adopté des réductions d'impôts devant coûter environ 1 350 milliards de dollars à l'État fédéral sur dix ans[6]. Cette mesure porte ses fruits pour quelques groupes clés, mais elle anéantit aussi les excédents de Robert Rubin, et ce délibérément. Les républicains s'étaient mis en tête que les excédents avaient tendance à encourager une hausse des dépenses publiques. Leur démarche était l'inverse et était appelée « affamer la bête » par les stratèges républicains à l'époque de Reagan[7]. En consolidant les abattements fiscaux et en flirtant avec la crise budgétaire, ils créent un irrésistible impératif : celui de réduire radicalement les dépenses, de limiter les droits aux aides sociales et de diminuer l'intervention publique.

Malheureusement, les coupes budgétaires censées faire suite aux réductions d'impôts n'ont pas lieu. Les attentats du 11 septembre 2001 mettent les États-Unis sur le pied de guerre. Le gouvernement de Bush riposte par une hausse phénoménale des dépenses consacrées à l'armée et à la défense. Non sans rappeler les terribles souvenirs du Vietnam, cette stratégie plonge ensuite les États-Unis dans le bourbier irakien. En 2006, à la création du Hamilton Project, l'Irak est au bord d'une sanglante guerre civile sectaire. La question est de savoir comment se sortir de là. L'Irak n'est pas seulement un conflit démoralisant et humiliant. Il entraîne aussi des dépenses colossales. Le gouvernement de Bush fait de son mieux pour que le coût de cette guerre n'apparaisse pas sur les budgets ordinaires, c'est pourquoi de nombreux spécialistes au sein du Parti démocrate entreprennent de faire les comptes. En 2008, la facture des interventions en Afghanistan et en Irak atteint 904 milliards de dollars. Les estimations moins conservatrices proposent le chiffre de 3 000 milliards de dollars. Quoi qu'il en soit, la somme est de loin supérieure au budget consenti par les États-Unis pour n'importe quel conflit depuis la Seconde

Guerre mondiale[8].

Le pays a les moyens[9]. Les États-Unis sont bien plus riches qu'à l'époque de Pearl Harbor. Mais le gouvernement de Bush n'a aucune intention de mettre fin à ses baisses d'impôts. D'ailleurs, en mai 2003, il récidive et adopte une nouvelle série d'abattements. Puisque le budget de l'armée est sacro-saint et que le reste des dépenses discrétionnaires n'est pas suffisant pour changer la donne, les républicains proposent de combler le manque en réduisant radicalement et injustement les aides sociales. Ces coupes sont toutefois rejetées par le Sénat, où les républicains disposent d'une majorité très courte et où les « modérés » font contrepoids. C'est à cause de cette impasse que l'excédent budgétaire de Robert Rubin, soit 86,4 milliards de dollars en 2000, est en 2004 un déficit record qui semble inextricable, soit la somme de 568 milliards de dollars[10].



Sources : Bureau américain de la gestion et du budget (OMB) et Bureau de l'analyse économique.

Le Hamilton Project est né d'un article écrit en 2004 par Peter Orszag et Robert Rubin, où tous deux tiraient la sonnette d'alarme[11]. Ils y avertissaient que les déficits de Bush feraient grimper les taux d'intérêt et contracteraient les investissements privés. À plus long terme, un scénario bien plus grave se profilait. « Des déficits considérables, une fois projetés dans un avenir lointain, risquent de provoquer une évolution fondamentale des attentes du marché, puis d'entraîner une perte de confiance aux niveaux national comme international, ont sèchement avancé les deux hommes. Les répercussions défavorables qui s'ensuivront sont largement voire complètement écartées de l'analyse traditionnelle des déficits budgétaires. Cette omission est compréhensible et logique dans le contexte de déficits modestes et provisoires, mais elle est de plus en plus intenable si les déficits sont considérables et permanents. Si des déficits notables s'éternisent, ils influeront gravement et négativement les attentes et la confiance, ce qui risque ensuite de créer un cercle vicieux composé du déficit budgétaire sous-jacent, des marchés financiers et de l'économie réelle. » Plus simplement, l'analyse traditionnelle n'était pas assez alarmiste. Elle ne prenait pas au sérieux la possibilité que les États-Unis s'acheminent vers « le chaos budgétaire ou financier ».

Ces anciens du gouvernement Clinton savent de quoi ils parlent quand ils évoquent un « cercle vicieux » composé « du déficit budgétaire sous-jacent, des marchés financiers et de l'économie réelle ». C'est ce dont ils pensent avoir hérité des gouvernements de Reagan et de Bush père, rois des dépenses extravagantes. En 1993, confronté à une liquidation sur le marché obligataire, Clinton avait abandonné un ambitieux plan de relance économique[12]. Avec les encouragements de Robert Rubin et du président de la Fed, Alan Greenspan, la réduction du déficit devient le mantra de l'équipe Clinton, ce qui inspire à James Carville, conseiller politique principal, quelques réflexions : « Autrefois, je pensais que, si c'était possible, je me réincarnerais en président, en pape ou en champion de baseball. Maintenant, je

préférerais revenir en marché obligataire. C'est beaucoup plus intimidant[13]. »

Dans les années 1980 et 1990, les soi-disant « anges gardiens » du marché obligataire avaient eu leur quart d'heure de gloire. Dix ans plus tard, ils sont encore influents. À cette période, les fonds obligataires ont une ampleur sans précédent. Mais comme l'a suggéré Obama, Robert Rubin et consorts ne s'inquiètent pas des investisseurs américains, mais plutôt des investisseurs étrangers. Les déficits du gouvernement de Bush sont essentiellement financés par l'achat d'obligations à l'étranger. Comme le notait l'article de Peter Orszag et Robert Rubin, les bons du Trésor américains restent l'investissement le plus sûr à l'échelle mondiale. Ils ne présentent aucun risque de défaut de paiement ou de pic brutal d'inflation. « Mais si ce postulat vient à changer et que les investisseurs pensent que des mesures politiques radicales sont inévitables, les conséquences pourraient être bien plus graves que ne le suggèrent les estimations classiques. » Les proches de Clinton ne sont pas non plus les seuls à s'inquiéter. En 2003, le Bureau du budget au Congrès (CBO, *Congressional Budget Office*) croit bon de rappeler à son public un scénario extrême où les investisseurs étrangers n'achèteraient plus de titres américains, où le dollar plongerait, et où les taux d'intérêt et l'inflation grimperaient en flèche. « L'anticipation d'un déclin des recettes et d'une hausse de l'inflation et des taux d'intérêt pourrait entraîner l'effondrement des marchés boursiers et pousser les consommateurs à réduire soudainement leurs achats. De plus, les problèmes économiques des États-Unis pourraient s'étendre au reste du monde et gravement affaiblir les économies de ses alliés commerciaux[14]. »

L'ampleur des déficits américains rend le pays vulnérable aux pressions du marché obligataire. Le fait que des investisseurs étrangers risquent de tourner soudainement le dos aux bons du Trésor évoque un cauchemar, celui de l'arrêt brutal du financement extérieur des déséquilibres américains. Mais c'est l'identité des investisseurs étrangers qui rend ce scénario

terrifiant. Jusque dans les années 1980, les principaux investisseurs étrangers aux États-Unis étaient européens. Le Japon, grâce à ses excédents commerciaux considérables, avait ensuite pris le relais et restait l'un des principaux créanciers des États-Unis au début des années 2000. Mais à partir des années 1990, face à la forte hausse du yen et à la paralysie de l'économie interne due à un terrible effondrement du marché immobilier, la menace concurrentielle du Japon avait disparu. Depuis l'entrée dans le XXIe siècle, la mondialisation avait un nouveau visage asiatique. En avril 2006, quand Obama déclare qu'il faut veiller à ce que « la dette ne soit pas aux mains des nations étrangères », tout le monde sait qu'il fait référence à la Chine et à son régime communiste.

II

Depuis les années 1970, la Chine était un pilier de la géopolitique américaine. Richard Nixon et Henry Kissinger avaient déstabilisé les fronts de la guerre froide en délivrant la Chine de l'étau soviétique. L'Union soviétique avait maintenant disparu et, par la même occasion, le théâtre européen de la guerre froide. Le Pacifique était le nouvel horizon de la puissance américaine et la Chine sa future rivale. Pour la première fois depuis l'avènement de l'Allemagne nazie, les États-Unis étaient confrontés à une puissance qui était à la fois un concurrent géopolitique potentiel, un régime politique hostile et une réussite économique capitaliste. Le fait qu'Obama soit venu à la conférence de la Brookings Institution après des négociations sur un accord nucléaire avec l'Inde est une coïncidence qui n'est pourtant pas anodine. Les États-Unis cherchent de nouveaux alliés en Asie. Mais plus que les armes nucléaires, c'est surtout l'économie qui compte, du moins selon les membres du Hamilton Project.

C'est grâce au gouvernement de Clinton que la Chine était entrée dans l'ère de la mondialisation. En novembre 1995, Washington encourage Pékin à rejoindre l'Organisation mondiale du commerce (OMC), qui vient d'être créée. Bien sûr, les États-Unis n'en sont pas à leur coup d'essai : ils avaient fait la même chose en Europe de l'Ouest en 1945, ainsi qu'au Japon et en Asie de l'Est dans les années 1950 et 1960, puis en Europe de l'Est dans les années 1990. Ouvrir des marchés est bon pour les entreprises, les investisseurs et les consommateurs américains. Les intérêts économiques des États-Unis sont si vastes qu'ils sont de facto associés au capitalisme mondial[15]. Dès le milieu des années 1990, Washington a abandonné toute confrontation directe avec le régime communiste chinois sur les Droits de l'homme, l'État de droit ou la démocratie. Au lieu de ça, les mondialistes du Parti démocrate et du Parti républicain ont misé sur la force puissante et impersonnelle de l'intégration

commerciale, qui finirait par faire de la Chine une « partie prenante » docile et conciliante sur l'échiquier mondial[16].

La croissance chinoise était spectaculaire, tout comme les recettes des investisseurs américains. Les industriels comme General Motors tablent sur la Chine pour assurer leur avenir[17]. Après une crise dans le détroit de Taïwan en 1995 et 1996, les tensions diplomatiques s'apaisent. Mais la seule taille de la Chine fait d'elle une concurrente. En 1989, la répression de Tiananmen avait révélé que le Parti communiste n'avait aucune intention de renoncer au système du parti unique. Depuis, il avait élaboré une idéologie populaire qui était aussi nationaliste que communiste[18]. Si Washington pariait sur le commerce international et la mondialisation pour « occidentaliser » la Chine, le parti communiste chinois misait sur le scénario inverse[19]. Les dirigeants du parti espéraient que la croissance surpuissante ne les affaiblirait pas, mais consoliderait, au contraire, leur position de capitaines du grand retour de leur nation. La Chine tire avantage des chances commerciales qui s'offrent à elle, mais elle n'adhère jamais pleinement aux marchés dérégulés : elle reste maîtresse du jeu et décide qui peut investir et à quelles conditions. Elle garde la main sur les flux de capitaux. C'est ce qui permet à la Banque populaire de Chine de manipuler son taux de change, ce qu'elle fait en s'appuyant sur le dollar à partir de 1994.

La Chine est loin d'être la seule à choisir le dollar comme point d'ancrage. Malgré les discours récurrents sur la libéralisation des marchés, le monde financier n'est pas homogène. Le système monétaire mondial est hiérarchique et la principale devise, le dollar, est au sommet de cette pyramide[20]. Au début du XXIe siècle, le réseau de monnaies liées au dollar représente environ 65 % de l'économie mondiale (pondérée en fonction du PIB[21]). Les devises qui ne s'appuient pas sur le dollar sont souvent indexées sur l'euro. Ce phénomène est souvent un signe de faiblesse. Dans de nombreux cas, le taux de change correspond à un taux idéaliste et surévalué, pour ainsi créer

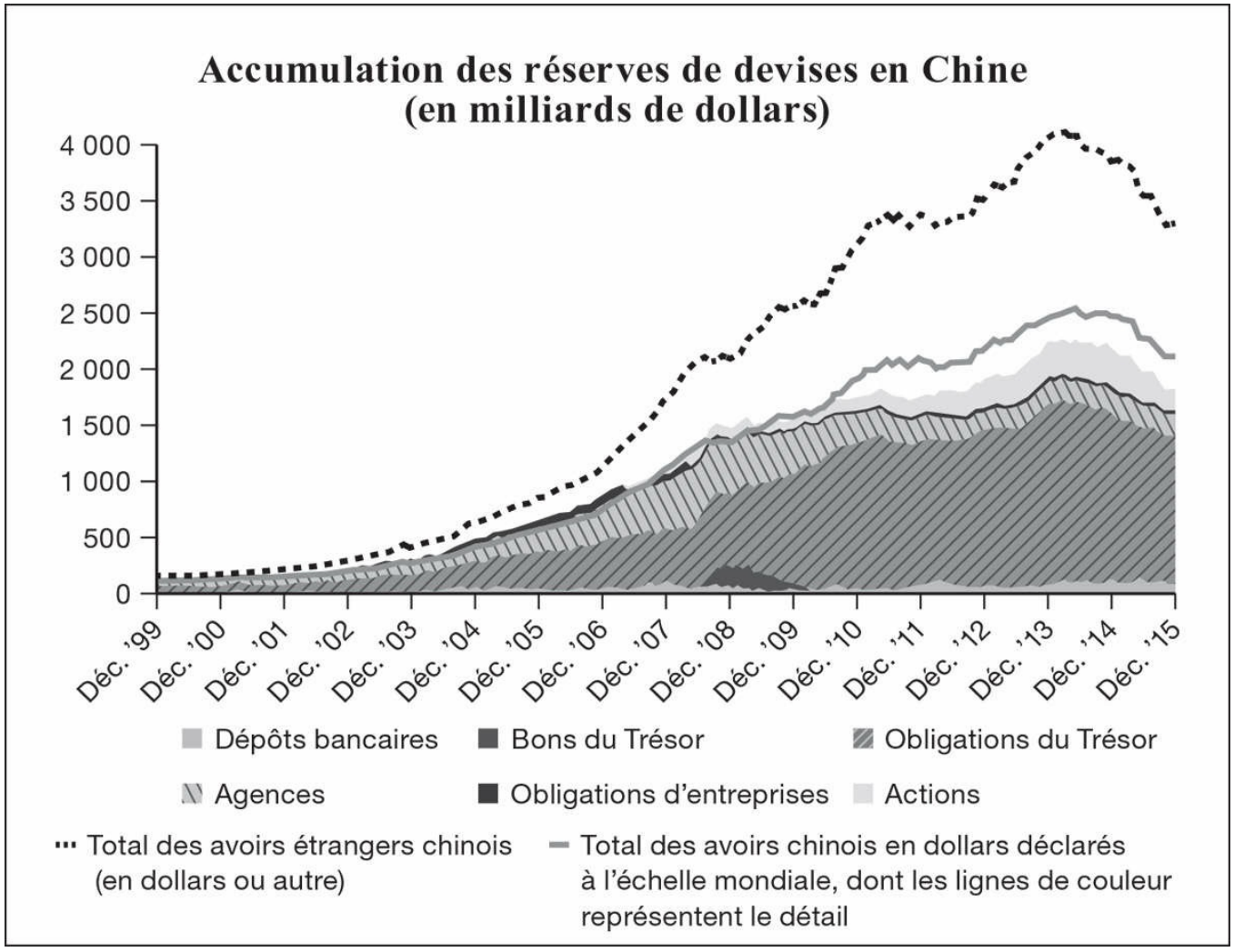
des avantages à court terme et rendre les importations bon marché. Des oligarques locaux peuvent ainsi s'emparer de belles propriétés à l'étranger à un bon prix. Mais cette stratégie est extrêmement risquée. Le point d'ancrage risque toujours de s'effondrer, ce qui, le cas échéant, a lieu à grand fracas. L'apparence de stabilité qu'offre un taux de change truqué encourage un afflux considérable de fonds étrangers, ce qui stimule l'économie nationale, créant ainsi une balance commerciale déséquilibrée, financée depuis l'étranger. Les banques qui acheminent les fonds étrangers fructifient et c'est ce qui met en place les conditions de la crise[22]. Quand la confiance des investisseurs étrangers s'étiolait, il en découlait un arrêt brutal et catastrophique. Les réserves de change de la banque centrale se vidaient et elle n'avait d'autre choix que d'abandonner la monnaie-étalon. La stabilité faisait place à une dévaluation désastreuse. Les premiers à récupérer leur argent s'en sortaient. Mais ceux qui avaient emprunté dans une devise étrangère faisaient faillite.

C'est la saga des années 1990 : en 1994 au Mexique, en 1997 en Malaisie, en Corée du Sud, en Indonésie et en Thaïlande, en 1998 en Russie et en 1999 au Brésil. C'est en enrayant ces crises qu'Alan Greenspan (président de la Fed), Robert Rubin (secrétaire au Trésor) et Larry Summers (bras droit de Robert Rubin) deviennent la « Commission pour sauver le monde[23] ». C'est en 2001 qu'on voit la tournure que prennent les événements en l'absence des superhéros américains. Le gouvernement de Bush, complètement absorbé par les attentats du 11 septembre, n'intervient pas quand la spéculation financière s'emballe contre l'Argentine. Malgré un prêt de 22 milliards de dollars obtenu auprès du FMI, la position argentine devient intenable sans l'appui des Américains ; 80 % de la dette privée argentine est libellée en dollars, mais 25 % seulement de l'économie du pays repose sur les exportations[24]. En décembre 2001, face à la fuite accélérée des dollars, le gouvernement argentin suspend l'accès aux banques. Alors que des émeutes font rage, faisant 24 victimes,

le gouvernement tombe. Le 24 décembre 2001, l'Argentine annonce la cessation des paiements sur 144 milliards de dollars de dettes publiques, dont 93 milliards de dollars avaient été empruntés à des créanciers étrangers. Le peso plonge et sa valeur est divisée par trois par rapport au dollar, entraînant la faillite des débiteurs en dollars. L'économie revient à son niveau du début des années 1980. À l'aube du XXIe siècle, plus de la moitié de la population argentine passe sous le seuil de pauvreté[25].

La Chine n'a aucune intention de devenir la victime d'une paralysie soudaine ou la bénéficiaire nécessiteuse de l'aide américaine[26]. Pour compenser ce risque, Pékin choisit un taux trop faible et non trop élevé face au dollar. C'est ce que le Japon et l'Allemagne avaient fait dans les années 1950 et 1960[27]. C'est la recette d'une croissance fondée sur les exportations, mais elle suscite aussi des tensions. Sous-évaluer la monnaie rend les importations plus coûteuses que nécessaire, abaissant ainsi le niveau de vie des Chinois. Le choix d'enregistrer un excédent commercial avec les États-Unis et d'acheter des bons du Trésor revient pour la pauvre Chine à exporter des capitaux vers la riche Amérique et à financer les consommateurs américains afin qu'ils achètent les produits fabriqués dans ses immenses manufactures. De plus, maintenir l'étalon artificiellement bas est une bataille à part entière. Entre 2000 et 2009, l'excédent commercial de la Chine avec les États-Unis passe de 83 à 227 milliards de dollars : pour maintenir le yuan à un taux bas, la banque centrale chinoise doit constamment acheter des dollars et vendre sa monnaie. Pour ce faire, elle crée des yuans. Ailleurs, cette méthode aurait déchaîné l'inflation au niveau national, annulé tout avantage concurrentiel et déclenché une agitation sociale. Pour « stériliser » les effets de son intervention, la Banque populaire de Chine exige donc que toutes les banques chinoises détiennent, par précaution, des réserves considérables et de plus en plus importantes, ce qui revient à retirer la monnaie de la circulation. C'est une situation profondément déséquilibrée et elle dure uniquement grâce à la relation extrêmement étroite

entre le régime chinois et l'élite du monde des affaires – une relation bâtie sur l'affiliation généralisée au Parti communiste, la contrainte et le bénéfice mutuel. Les entreprises chinoises et leurs chefs, la classe émergente des oligarques, tire des profits spectaculaires d'un développement phénoménal dont les exportations sont le moteur[28]. Les paysans et les ouvriers chinois courent après le rêve de la prospérité urbaine. Pendant ce temps, les réserves colossales de devises amassées par Pékin sont la meilleure garantie possible dans le contexte d'une économie mondiale fragile : en cas de crise, la souveraineté chinoise ne serait pas menacée.



Note : estimations ajustées selon les avoirs belges et les flux britanniques.

Source : Brad Setser, « How Many Treasuries Does China Still Own ? », *Follow the Money* (blog), Conseil sur les relations étrangères, 9 juin 2016, https://www.cfr.org/blog/how-many-treasuries-does-china-still-own.

Étant donné le grand nombre de monnaies ayant une valeur fixée artificiellement en fonction du dollar, ce qui les empêche d'ajuster la compétitivité des exportations grâce à la dévaluation ou l'appréciation, il n'est pas surprenant que l'économie mondiale se divise en deux groupes de pays : ceux qui ont un excédent d'exportations et ceux qui ont un déficit d'importations. Rien qu'au premier trimestre 2005, les États-Unis enregistrent un déficit des comptes courants – soit un excès des paiements extérieurs sur le commerce de biens et services et sur les recettes d'investissements – qui frôle 200 milliards de dollars. Ce chiffre atteint 792 milliards de dollars à la fin de l'année et la situation continue à se détériorer en 2006. Pour ceux qui sont du côté excédentaire des « déséquilibres mondiaux », les fonds souverains deviennent de considérables dépôts de capitaux. Selon les estimations du Peterson Institute for International Economics, qui siège à Washington, DC, les fonds souverains des marchés émergents renferment en 2007 des actifs à hauteur d'au moins 2 000 milliards de dollars, outre les milliers de milliards de dollars qui forment les réserves de leurs banques centrales[29]. Les coffres de l'Autorité monétaire d'Arabie Saoudite sont pleins, tout comme les fonds souverains de la Norvège et de Singapour. Certains fonds souverains font des placements en Bourse aventureux. L'Administration chinoise du change cherche des retours sur investissement fiables et prévisibles. Elle se tourne vers les titres et obligations à long terme du gouvernement des États-Unis, des actifs garantis par ce dernier.

Les déséquilibres sont inquiétants, mais du moins pour les pays qui enregistrent un excédent, c'est l'assurance qu'en cas de crise, l'autre camp encaissera le choc initial. Les États-Unis, première économie déficitaire au monde, subiraient une dévaluation de leur monnaie et un pic des taux d'intérêt quand les investisseurs étrangers fuiraient les actifs américains. C'est le scénario qui préoccupe tant Peter Orszag, Robert Rubin et Barack Obama, avant qu'il ne devienne président. D'ailleurs, ils ne sont pas seuls dans ce cas. Dans la prestigieuse revue du

Conseil sur les relations étrangères, *Foreign Affairs*, Peter G. Peterson, président du conseil, tire la sonnette d'alarme sur le double déficit des États-Unis, dans un article cosigné par l'Institute of International Economics et le Blackstone Private Equity Group[30]. Les économistes Nouriel Roubini et Brad Setser avertissent que si la confiance des investisseurs s'amenuise les États-Unis risqueraient une dévaluation très brutale du dollar et une forte hausse des taux d'intérêt[31]. Ils craignent la pire récession depuis la Seconde Guerre mondiale[32]. Et dans ce cas, les États-Unis ne subiraient pas seulement une dépression : ils devraient faire preuve d'humilité face à la puissance émergente de l'Asie. Naturellement, si les États-Unis traversaient une crise, la Chine en pâtirait aussi[33]. Niall Ferguson et Moritz Schularick créent d'ailleurs le terme « chimérique » (*Chimerica* en anglais, soit la contraction de *China* et *America*) pour décrire le complexe économique sino-américain[34]. Selon Larry Summers, qui devient président polémique de Harvard après avoir quitté le ministère américain des Finances, cette situation rappelle la guerre froide et l'époque de la destruction mutuellement assurée. Lors d'un discours prononcé à Washington, il déclare que l'économie mondiale dépend d'un « équilibre de la terreur financière[35] ». À l'époque de la guerre froide, l'économie était le point fort des États-Unis. Désormais, ils espèrent seulement être un acteur tout simplement « trop important » pour que la Chine les laisse échouer. Ce diagnostic est loin d'être rassurant.

III

Pour atténuer ces déséquilibres, il faut faire preuve de discipline budgétaire et c'est la solution que préconise le Hamilton Project. Réduire le déficit fédéral, contracter la demande interne, réduire l'importation de biens chinois et d'argent chinois. Mais le gouvernement de Bush ne semble pas s'en préoccuper. En 2004, l'ancien secrétaire au Trésor, Paul O'Neill, limogé en 2002, publie un livre comprenant de nombreuses révélations sur les débuts du gouvernement de Bush. L'ouvrage contient notamment une pépite qui hante les spécialistes de la politique économique. En novembre 2002, Paul O'Neill avait tenté de prévenir Dick Cheney que la forte hausse « des déficits budgétaires [...] menaçait l'économie ». Le vice-président l'avait alors coupé par cette remarque : « Vous savez, Reagan a prouvé que les déficits n'avaient pas d'importance. » Les républicains avaient remporté les élections de mi-mandat au Congrès et les réductions d'impôts étaient leur prérogative. Moins d'un mois plus tard, Paul O'Neill est renvoyé[36]. Pour les démocrates proches de Robert Rubin, c'est faire preuve d'ignorance sur le plan économique, mais c'est aussi un scandale politique. Après le mandat de Bush père, ils avaient travaillé d'arrache-pied pendant des années pour se débarrasser des déficits de Reagan. Si le républicanisme selon Dick Cheney l'emportait, il sapait la notion d'alternance dans le système bipartite des États-Unis. Comment les démocrates pouvaient-ils mettre en œuvre une politique économique « nationale » responsable si les républicains voyaient l'économie comme une ressource à exploiter au profit de ses électeurs privilégiés ? Comme l'a regretté Brad DeLong, sous-secrétaire adjoint de la politique économique au ministère des Finances à l'époque de Clinton : « Rubin et nous autres fers de lance avons remué ciel et terre pour rééquilibrer le budget du gouvernement américain afin d'améliorer le taux de croissance économique. Mais en réalité, nous avons ouvert la voie à une lutte des classes de droite, attisée

par George W. Bush, c'est-à-dire son offensive pour aggraver l'inégalité des revenus nets d'impôts[37]. »

La question est pressante, car après les élections de mi-mandat en novembre 2006 – un scrutin capital – la majorité change de camp à la Chambre des représentants et au Sénat. La tournure des événements, qui ne peut être qualifiée que de fatidique, fait que les démocrates sont au pouvoir au Congrès pendant la pire crise du capitalisme américain depuis les années 1930. Mais nous n'en sommes pas encore là. En 2006, la question est de savoir si les démocrates, qui ont de nouveau la main au Capitole, doivent une fois de plus assumer la responsabilité de la réduction du déficit. Au sein du parti et notamment de son aile gauche, beaucoup se demandent s'ils doivent prendre en charge cette mission[38]. « En termes de discipline budgétaire, avait noté un centriste, les torts sont toujours partagés. Et si les républicains ne veulent pas l'admettre, les démocrates ne peuvent assumer seuls cette responsabilité[39]. » Le meilleur moyen d'éviter une autre « offensive de concentration des richesses » de la part d'un Congrès à majorité républicaine est peut-être d'engager des dépenses considérables dans les domaines des chantiers publics, des aides sociales et de la création d'emplois, au point que même un républicain n'envisage pas d'y ajouter des réductions d'impôts. Comme l'a observé Brad DeLong, « les politiques budgétaires permettant de créer un excédent, telles que les avaient appliquées Robert Rubin et son équipe quand Clinton était président, auraient été très positives pour les États-Unis si le gouvernement de Clinton avait été suivi d'un successeur normal. Mais quelle politique budgétaire un gouvernement démocrate doit-il choisir en l'absence de garantie que ses successeurs républicains seront « normaux[40] » ?

Face à ce dilemme, les scénarios catastrophe évoqués par Peter Orszag et Robert Rubin prennent un autre sens. Leur objectif est certes de garder la main sur le programme du Parti démocrate, mais aussi de convaincre les républicains. Si le seul enjeu du déficit est un point de croissance économique ici ou là,

les démocrates n'ont-ils pas raison de faire primer les grands thèmes qui leur tiennent à cœur ? Si la menace était un désastre rappelant la république de Weimar, l'aile gauche des démocrates rentrerait sûrement dans le rang et donnerait priorité aux restrictions budgétaires.

Étant donné l'impasse politique que suscite la politique budgétaire et les déséquilibres manifestes de l'économie américaine, on aurait aussi pu s'attendre à l'intervention d'un autre groupe : les éminents gardiens du Conseil de la Réserve fédérale américaine. Sous la direction de Paul Volcker (président de ce conseil de 1979 à 1987) puis d'Alan Greenspan (1987-2006), l'autorité de la banque centrale américaine atteint de nouveaux sommets. Son expertise et sa position sont quasi inattaquables parmi toutes les instances publiques des États-Unis, un statut qui rivalise avec celui de l'appareil sécuritaire du pays[41]. Curieusement, à mesure que se consolident la réputation et l'autorité de la Fed, son principal instrument semble de moins en moins efficace. Le taux d'intérêt à court terme de la Fed ne paraît plus dicter le rythme de l'économie dans son ensemble.

Après l'éclatement de la bulle d'Internet, Alan Greenspan avait réduit les taux à 3,5 %. Après les attentats du 11 septembre, cette tendance se poursuit, pour arriver à 1 % à l'été 2003. Puis à partir de 2004, la Fed commence à relever les taux. Face au déficit commercial et à la forte croissance nationale, c'est un remède classique. Cette mesure permettrait d'encourager l'épargne privée et de limiter les investissements[42]. Mais au grand désespoir de la Fed, les résultats sont décevants. Et surtout, suite à la hausse des taux à court terme, les taux sur les marchés obligataires à long terme ne réagissent pas. Les acheteurs d'obligations à long terme sont trop nombreux, entraînant ainsi une hausse des prix et une baisse des rendements. Ça n'aurait pas dû être surprenant[43]. En manipulant la valeur de leur monnaie par rapport au dollar, nombre des partenaires commerciaux des États-Unis n'évitaient pas seulement une tendance à la baisse du dollar, qui aurait pu rétablir la compétitivité des États-Unis :

ils évitaient aussi une revalorisation de la monnaie américaine, soit l'effet attendu d'une augmentation des taux d'intérêt. Dans le contexte de taux de change qui, en l'espèce, étaient truqués, une hausse des taux d'intérêt ne réduirait pas l'offre de crédit. La mesure a l'effet inverse et rend les investissements aux États-Unis plus intéressants, attirant ainsi d'autant plus de fonds étrangers.

La Fed se trouve prise en tenaille entre, d'une part, la détermination chinoise à rattacher sa monnaie au dollar et, d'autre part, le refus du Congrès de remédier au déficit des finances publiques. La croissance chinoise déséquilibrée crée une épargne démesurée qu'il faut investir à l'étranger. Les bons du Trésor américain notés AAA sont l'actif de réserve favori. À son arrivée au Conseil de la Réserve fédérale, l'une des premières contributions de Ben Bernanke, économiste formé à Princeton, est l'invention du terme « trop-plein mondial d'épargne », afin de montrer que le principal instrument de la Fed n'a plus d'effet sur l'économie[44]. La disponibilité des fonds étrangers annule la hausse des taux d'intérêt appliquée par la Fed. Parallèlement, la pression exercée sur le Congrès afin que sa politique budgétaire soit plus rigoureuse est atténuée. Face à l'afflux de capitaux, les taux d'intérêt américains baissent, ce qui stimule la croissance économique nationale et attire les importations, en particulier venant de Chine. Mais outre un revirement du Congrès ou une libéralisation généralisée des taux de change, la Fed n'y peut pas grand-chose. C'est le bilan ambigu dont hérite Ben Bernanke le 1er février 2006, quand il devient président de la Fed.

La personnalité calme et discrète de Ben Bernanke occupe sous peu un espace démesuré dans l'histoire de l'économie mondiale. Il s'avère un exemple inhabituel mais essentiel de la possibilité de « tirer des leçons de l'histoire ». En novembre 2002, lors d'une fête d'anniversaire organisée en l'honneur de Milton Friedman et d'Anna Schwartz, coauteure de l'ouvrage monumental *Monetary History of the United States*

[histoire monétaire des États-Unis], la bible du monétarisme, Ben Bernanke avait fait une promesse : « J'aimerais dire à Milton et Anna, à propos de la Grande Dépression, que vous aviez raison : tout est notre faute. Nous en sommes désolés. Mais grâce à vous, nous ne recommencerons pas[45]. » Puisque le monétarisme et la lutte contre l'inflation étaient associés depuis les années 1970, il était aisé de confondre cette promesse de Ben Bernanke avec l'engagement classique d'un responsable de banque centrale – celui de veiller à la stabilité des prix. Certes, le président de la Fed s'engageait bel et bien à préserver la stabilité des prix, mais il promettait d'échapper à la déflation et non à l'inflation. Après la crise des années 1930, il avait été conclu que la Fed devait agir rapidement, non seulement pour éviter une expansion excessive de la masse monétaire, mais aussi pour empêcher son implosion due à la faillite de banques[46]. Sous l'autorité de Ben Bernanke, il n'y aurait pas de déflation. Cette détermination sans faille, incarnée par le nouveau président de la Fed mais partagée par les pontes de la politique américaine, définit la politique monétaire mise en œuvre en réaction à la crise. Ce faisant, Ben Bernanke réinvente les fonctions de la banque centrale en sa qualité d'instance d'un État moderne. Étant donné l'importance de ce point avec le recul, il est facile d'oublier que la nomination de Ben Bernanke était passée complètement inaperçue. Grâce à lui, un homme sans ego démesuré, la Fed serait entre de bonnes mains. Il serait un républicain fiable aux opinions modérées. En termes d'orientations stratégiques, il était surtout connu pour une chose : selon lui, le meilleur moyen de perpétuer l'époque de la grande modération, durant laquelle le chômage et l'inflation fluctuaient beaucoup moins, était une vision des orientations stratégiques fondée sur des règles, qu'il appelait la « liberté d'action limitée[47] ».

Ben Bernanke, économiste qui a étudié en détail l'histoire catastrophique de l'étalon-or durant les années 1920 et 1930, connaît parfaitement les périls d'un système de change manipulé et déséquilibré. Il est en profond désaccord avec la politique

monétaire de la Chine[48]. Mais les relations restent polies entre les responsables de banques centrales. La Fed est mal placée pour faire la leçon aux Chinois sur la politique monétaire. En revanche, ces règles ne s'appliquent pas au ministère américain des Finances ou au Congrès. Au début des années 2000, des dizaines de projets de loi présentés au Congrès accusent la Chine de manipuler sa monnaie, ces textes faisant valoir que ces mesures sont contraires aux directives de l'OMC et méritent des sanctions. Ce sont ces initiatives qui suscitent, dans les milieux tels que celui du Hamilton Project, la crainte d'un « protectionnisme populiste ». En juillet 2005, afin de relâcher la pression que subit l'économie américaine, la Chine commence à autoriser une lente valorisation de sa monnaie. À terme, ce processus aboutit à une revalorisation de 23 %, mais il est affreusement lent.

Pour accélérer les choses, certains à Washington suggèrent une intervention du FMI. Pourquoi cette instance mondiale de surveillance monétaire n'appelle-t-elle pas la Chine à remédier au déséquilibre de sa balance des paiements ? En septembre 2005, le secrétaire adjoint aux Finances, Tim Adams, fait remarquer dans un discours très médiatisé que le FMI semble s'être « endormi au volant[49] ». Mais promouvoir le FMI au rang d'arbitre a des répercussions non négligeables. La Chine n'accepterait pas d'être conseillée par le FMI tant que sa représentation au conseil d'administration du FMI ne serait pas proportionnelle à la taille de ce pays. De plus, Pékin exigerait que la surveillance du FMI s'applique aussi aux États-Unis, ce qui ne plairait pas à la Maison-Blanche, qui est sous l'autorité des républicains à ce moment[50]. En l'absence d'ajustement reposant sur les dynamiques de marché ou la supervision internationale, l'équilibre de la « terreur financière » est géré par des sommets diplomatiques, comme au temps de la guerre froide. Et ce n'est pas une coïncidence si le dernier secrétaire au Trésor choisi par Bush est Hank Paulson. Ce dernier, comme Robert Rubin, arrive au Trésor américain après avoir été P-DG

de Goldman Sachs. Mais outre son expérience des banques d'affaires, c'est sa connaissance de la Chine qui permet à Hank Paulson d'être recommandé à ce poste. Il se vante d'avoir été 70 fois en Chine depuis le massacre de Tiananmen[51]. Il n'apprécie pas particulièrement les institutions multilatérales telles que l e FMI. Il préfère le dialogue bilatéral, que certains aiment appeler le G2[52]. À son arrivée, Hank Paulson commence par créer un Dialogue sino-américain stratégique sur l'économie et par se charger personnellement du pan américain de ces échanges[53].

IV

À l'automne 2007, alors qu'une crise complètement différente s'annonce, le dollar monopolise toujours l'attention. *The Economist* avertit qu'il faut s'attendre à une « panique sur le dollar[54] ». En Allemagne, *Der Spiegel* déclare un « Pearl Harbor sans guerre ». D'autres révèlent que Bill Gross, roi du géant de la bourse PIMCO, vend des actifs en dollars, tout comme l'investisseur milliardaire Warren Buffett. En novembre 2007, Bloomberg publie que la Brésilienne Gisele Bündchen, mannequin la mieux payée au monde, a exigé que Procter & Gamble la paye en euros dans le cadre d'un contrat pour la marque Pantene. Le patrimoine net de Gisele Bündchen s'élevant à 300 millions de dollars, elle ne peut se permettre de négliger l'atmosphère qui règne sur les marchés monétaires. Pendant ce temps, la star du hip-hop Jay Z fait pleuvoir des liasses d'euros dans un clip.

Si l'euro est la nouvelle monnaie tendance, le dollar risque-t-il vraiment de se démoder ? À l'été 2007, un an avant d'être lauréat du prix Nobel, Paul Krugman décrit la logique de ce qu'il voit comme un « moment à la Coyote », celui où les investisseurs étrangers comprendraient soudain que rien ne sous-tend le dollar en dehors du fait qu'ils en achètent[55]. Tout comme lorsque le personnage animé est suspendu en l'air grâce à ses battements de jambes ultrarapides, le dollar est suspendu au-dessus d'un précipice. Paul Krugman, voulant rassurer ses lecteurs, précise que l'essentiel des dettes américaines est libellé dans sa monnaie, ce qui atténuera ainsi l'impact de l'effondrement du dollar. Le pays ne vivrait pas la même situation que l'Argentine. En revanche, si la Fed était soudain contrainte d'augmenter fortement les taux d'intérêt, les États-Unis seraient confrontés à une grave contraction de leur économie. « Ça ne sera pas marrant », a conclu l'économiste.

Les plus grands spécialistes de la politique économique américaine n'avaient pas tort de s'inquiéter du déséquilibre sino-

américain, car il aurait déclenché une catastrophe s'il s'était intensifié. Dix ans plus tard, ce scénario pèse toujours sur l'économie mondiale. La menace d'une crise a été contenue en 2008 car c'était dans l'intérêt des deux pays et que la question a été jugée prioritaire par Washington et Pékin. Dès le départ, les relations financières sino-américaines ont explicitement été politisées et ont été assimilées à une question de diplomatie entre grandes puissances. Personne ne pensait qu'il s'agissait d'une simple relation fondée sur le marché ou la routine. Quand Hank Paulson s'inquiète d'une revente massive de dollars en Chine, il sait qui il doit appeler. L'analogie avec la guerre froide, formulée par Larry Summers, se révèle plus adaptée qu'il ne l'avait imaginé. L'équilibre de la terreur financière a tenu [56]. Pendant ce temps, il devient pourtant clair que l'élite politique des États-Unis s'est concentrée, selon les termes de Brad DeLong, sur « la mauvaise crise[57] ». La crise qui restera associée à 2008 ne concerne pas la dette souveraine américaine et elle n'est pas liée à une revente massive de dollars en Chine : c'est une crise dont le capitalisme occidental est le seul responsable. C'est un effondrement à Wall Street dû à des prêts hypothécaires toxiques, les *subprimes*, un effondrement qui manque d'entraîner l'Europe dans sa chute.

Chapitre 2

LES SUBPRIMES

Quand les économistes associés au Hamilton Project envisageaient une catastrophe, ils pensaient à un excès de dette publique, à la mauvaise performance des écoles et à une revente massive de dollars en Chine. En revanche, ils ne remettent jamais en question le fonctionnement de base de l'économie américaine, celui de ses banques et de ses marchés financiers. Les problèmes des États-Unis ont pour origine leur population, leur société, leur vie politique, mais pas leur économie en tant que telle. Pourtant, dès 2006, en regardant au bon endroit, il est évident que quelque chose ne va pas du tout. Depuis le début des années 2000, l'économie américaine était maintenue à flot non seulement par des déficits budgétaires monstrueux, mais aussi par une hausse durable des prix de l'immobilier. Et à compter de 2006, dans les quartiers les plus défavorisés du pays, des dizaines de milliers de familles ayant récemment contracté des prêts immobiliers n'honorent plus leurs mensualités. Dans certains quartiers où les minorités ethniques sont majoritaires – à Cincinnati ou Cleveland, par exemple – mais aussi dans des lotissements construits le long des axes de transport dans les États du Sud, les défauts de paiement sur des prêts hypothécaires sont extrêmement nombreux. La période faste du marché immobilier américain est sur le point de prendre fin très brutalement. Elle va provoquer une crise mondiale.

Cette crise frappe des dizaines de millions d'Américains en plein cœur, c'est-à-dire dans leur foyer. Mais par rapport aux grands déséquilibres économiques mondiaux et à la relation sino-américaine, les mécanismes du financement hypothécaire aux États-Unis semblent forcément anecdotiques. Il semble impossible que ces problèmes locaux puissent secouer le système

financier mondial et entraîner une crise mondiale. L'immobilier est peut-être un secteur terre à terre, les « McManoirs » des lotissements chics sont peut-être tous les mêmes, mais le marché du logement représente une part considérable de la richesse commercialisable dans le monde. Selon une estimation, le marché américain de l'immobilier correspond à 20 % de la richesse mondiale[1]. Les logements américains représentent 9 % de ce total. Au moment de la crise, 70 % des foyers américains sont propriétaires de leur habitation – soit plus de 80 millions en tout. Ces mêmes foyers sont aussi la première source de demande à l'échelle de l'économie mondiale. En 2007, les consommateurs achètent environ 16 % de la production mondiale et rien ne les réjouit plus que la hausse du cours immobilier. De 1996 à 2006, le prix des logements double, ajoutant ainsi 6 500 milliards de dollars au patrimoine des ménages – un coup de pouce considérable non seulement pour les États-Unis, mais aussi pour l'économie mondiale [2]. Entre 2000 et 2007, la consommation américaine frôle 10 000 milliards de dollars et ajoute 937 milliards de dollars à la demande mondiale[3].

Les fluctuations à une échelle si colossale contribuent clairement à expliquer la tendance à la baisse dans le monde des affaires en 2007. Mais pour expliquer le déclenchement d'une crise financière, notamment les faillites bancaires qui sèment la panique et provoquent une contraction du crédit dans le monde entier, il faut ajouter un ingrédient : l'immobilier n'est pas seulement la première et la principale forme de richesse, c'est aussi le principal type de garantie lors d'un emprunt[4]. C'est la dette hypothécaire qui amplifie le cycle économique global et qui lie le cours immobilier à la crise financière [5]. Entre les années 1990 et le début de la crise en 2007, le financement des logements aux États-Unis devient une force dynamique et déstabilisatrice, issue d'une transformation en quatre étapes – la titrisation des prêts hypothécaires, leur intégration à des stratégies complexes et risquées de croissance bancaire,

la mobilisation de nouvelles sources de financement et l'internationalisation. Ces quatre axes remontent à la transformation des relations économiques mondiales entre la fin des années 1970 et le début des années 1980, après l'abrogation des accords de Bretton-Woods.

I

Le 6 octobre 1979, après une réunion imprévue du principal comité chargé de fixer les taux d'intérêt à la Fed – le Comité fédéral de l'open market (FOMC) – Paul Volcker, président de l a Fed, annonce que l'institution tentera désormais de réguler étroitement les réserves bancaires et que les taux d'intérêt augmenteront sûrement[6]. C'est la réponse de la Fed à une vague inflationniste qui menace la stabilité nationale, le prestige mondial des États-Unis et le statut du dollar. Depuis que Richard Nixon a désolidarisé le cours de l'or de celui du dollar, les cours monétaires de la planète évoluent les uns par rapport aux autres sans étalon métallique. Seule la discipline politique évite la fabrication illimitée d'argent. Contrairement à ce que craignaient certains, il n'y a pas d'hyperinflation. En 1970, la hausse annuelle des prix s'accélère pourtant et atteint presque 14 %, c'est pourquoi Paul Volcker et la Fed décident qu'il est temps d'enrayer cette tendance. C'est à ce moment qu'émerge la puissance moderne de la Fed. Le taux d'intérêt est son arme. Comme le déclare avec franchise le chancelier allemand Helmut Schmidt, Paul Volcker fait augmenter les taux d'intérêt réels (ajustés à l'inflation) à des niveaux inédits « depuis la naissance du Christ[7] ». Il n'exagère pas. En juin 1981, le taux d'emprunt directeur atteint 21 %

Cette conjoncture a l'effet d'un choc brutal sur l'économie américaine et l'économie mondiale. Le dollar grimpe en flèche, tout comme le taux de chômage. L'inflation plonge, passant ainsi de 14,8 % en mars 1980 à 3 % en 1983. En Grande-Bretagne, cette crise voit l'arrivée au pouvoir de Margaret Thatcher. En Allemagne, la situation contribue à la chute de Helmut Schmidt et à son remplacement par le gouvernement conservateur de Helmut Kohl[8]. Le gouvernement socialiste français, dirigé par le président François Mitterrand, est forcé à rentrer dans le rang en 1983. Le choc orchestré par Paul Volcker ouvre la voie à ce que Ben Bernanke appellera plus tard la grande modération[9].

C'est la fin non seulement de l'inflation, mais aussi de l'industrie manufacturière des économies occidentales, menaçant ainsi la force de négociation des syndicats. Ils ne seront plus en mesure de faire augmenter les salaires au même rythme que les prix. Un autre aspect de l'économie politique américaine d'après-guerre ne survit pas au choc désinflationniste des années 1980 : l'étrange système de financement des logements qui était né à l'époque du New Deal.

Depuis les années 1930, le financement immobilier aux États-Unis reposait sur les banques commerciales et les caisses d'épargne locales, qui proposaient des prêts à long terme à taux fixe. À la fin des années 1960, les emprunts à taux fixe sur une durée de trente ans sont la norme, l'apport minimum étant réduit à 5 %[10]. Le financement est fourni par des caisses de dépôts, qui proposent des comptes d'épargne garantis par le gouvernement et doté de taux d'intérêt plafonnés. C'est grâce à ce système que près de 66 % des ménages sont propriétaires de leur logement dans les années 1970. Pour les propriétaires ayant des prêts hypothécaires à long terme à taux fixe, l'inflation de la période suivant la fin des accords de Bretton Woods s'avère une aubaine. La valeur réelle de leurs emprunts diminue, tandis que leur taux d'intérêt reste inchangé. Pour les banques qui leur prêtent cet argent, c'est une catastrophe. En cette période d'inflation et de fluctuation des taux d'intérêt, avec les taux hérités des années 1950, les caisses ne peuvent plus retenir leurs déposants et encore moins en attirer de nouveaux. Pour emprunter sur les marchés monétaires ou émettre des obligations, elles sont maintenant tributaires des taux d'intérêt en chute libre fixés par la Fed. Pendant ce temps, leurs portefeuilles de prêts hypothécaires à taux fixe sont dévalués, à mesure que grimpent les taux sur les nouveaux emprunts[11]. Au début des années 1980, la vaste majorité des banques commerciales et des caisses d'épargne encore en activité, soit environ 4 000 établissements, ne sont plus solvables. Étant donné les frais à engager pour les assainir et l'idéologie libérale de l'ère

Reagan, le plus simple est une dérégulation et un abaissement des normes relatives au capital, dans l'espoir qu'elles enregistrent une croissance suffisante pour se tirer d'affaire. Les banques commerciales survivent à cette épreuve du feu, mais pas les caisses d'épargne. Plus d'un millier fait faillite. L'essentiel des autres est renfloué, racheté ou fusionné. Pour le contribuable américain, la facture est d'environ 124 milliards de dollars (en dollars des années 1990)[12].

À la fin des années 1980, le paysage macroéconomique se stabilise. L'inflation est faible et les taux d'intérêt sont en baisse. Si la majorité de ceux qui investissent dans les obligations s'en sort bien pendant cette nouvelle période, les détenteurs d'emprunts hypothécaires doivent affronter un autre risque. Dans le cas d'un prêt hypothécaire, les emprunteurs américains ont le droit de faire un remboursement anticipé et de renégocier leur solde à un taux plus bas. C'est un coup de pouce pour l'économie, car les emprunteurs peuvent réduire leurs mensualités et ils ont ainsi plus tendance à consommer que ceux à qui ils empruntent[13]. Mais pour le bailleur, le contrat hypothécaire à l'américaine est très inégal. À une période où les taux augmentent, leurs prêts à taux fixe subissent une dévaluation. À une période d'assouplissement de la politique monétaire, les emprunteurs renégocient quand les taux baissent. Les prêts à taux fixe sur trente ans étaient viables uniquement dans le contexte stable qui prévalait entre 1945 et 1971, dans le cadre de Bretton Woods. À l'ère des modalités monétaires flexibles, ils sont dangereusement inégaux, notamment si les risques sont principalement assumés par de petits bailleurs hypothécaires dont les moyens d'autofinancement sont limités. La solution consiste à voir les choses en grand, à adopter un modèle de financement fondé sur le marché et à placer les instances publiques au cœur du système.

Le principal point d'ancrage du système hypothécaire américain après la débâcle des établissements d'épargne et de crédit devient l'institution financière parrainée par l'État (GSE,

government-sponsored enterprise)[14]. La principale d'entre elles est la Federal National Mortgage Association, surnommée Fannie Mae, fondée en 1938 afin de créer un marché secondaire pour les bailleurs disposés à émettre un nouveau type de prêt garanti par l'État, représenté par l'Administration fédérale du logement. C'est un mécanisme promu par le New Deal. Fannie Mae n'émet pas de prêts, elle les achète principalement à des banques commerciales américaines spécialisées dans l'émission de prêts garantis par l'Administration fédérale du logement. Fannie Mae est un filet de sécurité qui fait baisser le coût de l'emprunt et fixe une norme nationale à la fois pour les bailleurs de fonds et les emprunteurs « de premier choix ». Grâce à elle, le dénominateur commun du pays est la dette hypothécaire. Fannie Mae est en mesure de financer à bas coût l'achat de ces emprunts normalisés car sa notation est celle d'une institution publique qui ne peut pas faire faillite. Ladite dette de cet organisme est équivalente à celle du Trésor américain. À ce titre, les obligations de Fannie Mae sont reportées sur le bilan du gouvernement fédéral. Afin qu'elles n'y apparaissent plus à une période de difficulté financière, durant la guerre du Vietnam, Fannie Mae est privatisée en 1968. La branche servant à proposer des prêts aux fonctionnaires et aux anciens combattants est détachée et baptisée Ginnie Mae. La « nouvelle Fannie Mae » est habilitée à acheter n'importe quel prêt hypothécaire, garanti ou non par l'État, s'il reste conforme à certaines normes qualitatives – ce sont les prêts certifiés conformes. Et en 1970, le Congrès crée une troisième institution, la Federal Home Loan Mortgage Corporation, ou Freddie Mac, afin de rééquilibrer le marché en achetant des prêts hypothécaires émis par des établissements d'épargne et de crédit.

Malgré cette garantie de l'État, les GSE sont durement frappées par le choc déclenché par Paul Volcker au début des années 1980, à cause de leurs portefeuilles considérables de prêts à taux fixe. Fannie Mae frôle la faillite. Mais elle survit, et quand le marché du logement reprend des forces dans les années

1990, les GSE prospèrent. Grâce au lien ténu avec l'État fédéral, les frais de financement des GSE bénéficient toujours d'un rabais non négligeable. À la fin du XXe siècle, Fannie Mae et Freddie Mac servent de filet de sécurité pour au moins la moitié du marché national des prêts hypothécaires. Créer des emprunts certifiés conformes – qui peuvent être garantis par une GSE – est le fondement du système américain de prêts immobiliers. Il est particulièrement ironique que, à l'époque où les États-Unis sont considérés comme le chef de file mondial d'une révolution de marché, leur marché du logement devienne dépendant d'un système parrainé par l'État et hérité du New Deal. Ce point explique aussi la politisation profonde et irréductible de la question des prêts hypothécaires aux États-Unis.

La politique américaine du logement et les pratiques en matière de prêts depuis la guerre avaient toujours favorisé l'accession à la propriété pour la majorité blanche de la population[15]. Dans les années 1990, promouvoir l'accession à la propriété pour les classes à revenus modestes et les classes défavorisées, ainsi que pour les minorités, devient une priorité du Congrès. La loi de 1992 sur la sécurité et la solidité financières des institutions fédérales du logement exige que des objectifs soient fixés pour les GSE. En décembre 1995, le gouvernement établit des cibles pour les zones défavorisées et les logements sociaux. Dans les années 1990 et 2000, nombre de nouveaux propriétaires sont des familles appartenant à des minorités ethniques, à qui on avait refusé des prêts pendant des décennies au titre de la discrimination bancaire institutionnalisée par la politique du logement à l'époque du New Deal. Vu sous cet angle, le boom immobilier contribue à l'essor de la classe moyenne afro-américaine et latino, dont les enjeux sont considérables pour les démocrates en tant que parti politique[16]. Grâce à leur influence sur le Parti démocrate, les GSE mettent en place l'un des lobbies les plus puissants de Washington, DC. Leur force de frappe politique devient légendaire. De la même manière, le système d'emprunts garantis par les GSE s'est

toujours attiré les foudres de la droite américaine. En leur for intérieur, la majorité des partisans de la libéralisation sont convaincus que les ingérences des GSE sont responsables de la catastrophe qui se profile en 2006. Les GSE ont un mandat politique fixé par les progressistes afin de transférer de l'argent aux populations défavorisées. Elles ont un avantage financier qui fausse le marché en raison du lien qui les rattache à l'État fédéral. Les distorsions imposées au marché entraînent toujours des crises[17]. C'est cette critique conservatrice des GSE qui influence la réaction des républicains quand la crise atteint son paroxysme en 2008. Pour beaucoup de membres du Congrès, le sauvetage ne bénéficie pas qu'aux banques – elles, au moins, sont des établissements privés qui tentent de faire du chiffre. Le renflouement est aussi une tentative désespérée de faire assumer au contribuable le sauvetage d'un appareil paraétatique d'aide au logement, contrôlé par les démocrates et conçu pour aider les minorités choyées.

Ce discours est particulièrement convaincant pour les électeurs du Parti républicain. Mais cette critique politique ne justifie aucunement la crise qui mijote depuis 2006. Les normes plancher appliquées par Fannie Mae et Freddie Mac pour l'achat de prêts sont exigeantes. Les GSE ne sanctionnent pas le type de *subprimes* qui ne sont plus remboursées à partir de 2005 et 2006. Ces prêts toxiques sont le produit d'un nouveau système de financement hypothécaire mis en œuvre par les bailleurs privés et ils se sont démultipliés au début des années 2000. Si les GSE respectent les quotas de prêts aux minorités imposés par le gouvernement, les bailleurs privés, motivés par le profit, prennent bien plus de risques en accordant des prêts à des populations défavorisées[18]. En ce sens, les GSE ne sont pas à l'origine de la crise. Elles y contribuent pourtant au moyen de deux innovations inséparables de la crise : le modèle d'octroi et cession des emprunts et la titrisation.

Dès ses origines dans les années 1930, le modèle de subvention des GSE sépare le montage financier d'un prêt

hypothécaire de son financement définitif. Les banques commerciales à l'origine des prêts proposés aux familles américaines étaient remboursées quand elles vendaient ces prêts à Fannie Mae. Elles pouvaient ainsi émettre plus d'emprunts. En dernier lieu, le prêt était financé par la dette émise par les GSE en vue de financer les prêts hypothécaires qu'elles détenaient sur leurs bilans. C'est la structure fondamentale de ce qui devient le modèle appelé « octroi et cession ». Les prêteurs n'ont plus besoin de conserver les prêts hypothécaires sur leur bilan, ils deviennent des courtiers qui facturent des honoraires. La notation des GSE garanties par l'État est le filet de sécurité du système tout entier.

À partir des années 1970, face à l'instabilité des taux d'intérêt et à ses répercussions néfastes pour le modèle hypothécaire des États-Unis, les GSE prennent une nouvelle mesure cruciale. En coopération avec les banques d'affaires, elles se lancent dans la titrisation[19]. Au lieu de consigner et de conserver dans leurs livres de compte les prêts ayant fait l'objet d'un montage au niveau local, et de les financer en émettant des obligations, les GSE commencent à vendre leurs produits directement à des investisseurs. L'idée est d'assembler les prêts hypothécaires en groupes, dont elles vendent les parts – des titres. Les risques spécifiques aux emprunts de particuliers sont ainsi regroupés. Les investisseurs intéressés par le secteur de l'immobilier peuvent acheter un portefeuille solide et varié, sans devoir établir un réseau de filiales nécessaire pour prêter dans les nombreux secteurs de l'économie des États-Unis. Ils font ce choix en étant parfaitement conscients des risques et retours liés à la fluctuation des taux d'intérêt. Les petits établissements d'épargne et crédit n'auraient plus à parier sur la viabilité d'un prêt : grâce à la titrisation, le processus collectif du marchandage sur les marchés déterminerait les frais de financement.

En 1970, Ginnie Mae lance la première titrisation. C'est un modèle simple – un supposé transfert – grâce auquel les recettes tirées d'un groupe de prêts sont transférées via la GSE

à des investisseurs. N'ayant aucune intention que ce système bénéficie uniquement au secteur public, Lewis Ranieri et son équipe à l'ambitieuse banque d'affaires Salomon Brothers créent en 1977 la première titrisation privée de prêts hypothécaires pour Bank of America[20]. Mais à cette époque, seuls les investisseurs courageux achètent des groupes de prêts hypothécaires à taux fixe. Ce sont les conséquences du choc des taux d'intérêt qui pousse véritablement la titrisation sous les feux des projecteurs. L'organisme prêteur ne sachant que faire de ses portefeuilles d'emprunts à faibles taux se tourne vers le marché pour recouvrer le plus d'argent possible grâce à la titrisation puis à la revente de ces produits financiers. À partir des années 1980, les GSE, en coopération avec les banques d'affaires, créent non seulement des titres adossés à des créances hypothécaires (MBS, *mortgage-backed securities*) avec rétrocession immédiate, mais aussi des obligations adossées à des créances hypothécaires (CMO, *collateralized mortgage obligations*), qui permettent à un groupe de MBS d'être divisé en plusieurs profils de risque. Ce sont les débuts de ce qui est appelé le financement structuré. Les catégories de premier choix, prioritaires pour le versement de recettes, sont prémunies contre le risque à la fois de faillite et de remboursement anticipé. Les produits situés plus bas sur cette échelle peuvent être vendus à des investisseurs en quête de placements plus risqués. Les tranches de crédit de premier choix sont assurées d'être rémunératrices, sauf dans le cas très improbable d'une faillite collective de grande ampleur. Ces catégories, même si elles s'appuient sur un groupe de créances à fort rendement mais très risquées, bénéficient de l'étiquette « risque faible » et les agences de notation s'y plient en leur accordant un AAA (80 % de la majorité des titrisations étaient jugées prioritaires et obtenaient un triple A).

Il n'est pas surprenant, au vu des notes très élevées accordées aux MBS, que le rôle des agences de notation devienne par la suite extrêmement polémique. Dans les années 1990, les agences Moody's et Standard & Poor's se partagent déjà 80 %

de l'activité de notation de la dette[21]. Fitch en absorbe 15 %. Mais elles n'atteignent pas cette mainmise sur le marché mondial en distribuant librement l'excellente note AAA. En 2008, six entreprises et une douzaine de pays seulement bénéficient de ce classement avantageux, alors même qu'à partir des années 1980, ce sont les émetteurs de dette qui paient les agences de notation afin qu'elles rendent un avis, et non ceux qui souscrivent à leurs services. Ce système présente un conflit d'intérêts, mais les agences risquent gros en donnant l'impression de vendre de bonnes notes et elles ont peu à gagner si elles favorisent un client qui n'émet que rarement des obligations. La titrisation des prêts hypothécaires fait pencher la balance dans l'autre sens. Le seul volume des émissions de MBS, qui comprennent des dizaines de milliers de tranches de crédit, associé au fait que ce flux est aux mains de quelques émetteurs seulement, persuade les agences de notation de « coopérer[22] ». Mais il faut insister sur la nature même des MBS. La notation des MBS est différente parce que les actifs sous-jacents ne sont pas des obligations émises par une entreprise soumise à la force imprévisible de la concurrence mondiale. Les MBS regroupent des milliers d'actifs censés être prévisibles – des prêts immobiliers traditionnels. Les agences de notation n'ont pas à calculer le risque d'une faillite sur la base d'évaluations plus ou moins subjectives des perspectives de réussite d'une entreprise. Elles ne doivent pas non plus se prononcer sur la politique budgétaire d'un pays. Elles peuvent simplement appliquer des calculs normalisés à un groupe de prêts dont les caractéristiques statistiques sont supposées bien connues. En s'appuyant sur les taux de défaut puis en faisant des hypothèses sur le degré de corrélation entre eux, le regroupement d'un nombre suffisant de prêts puis leur division en tranches de crédit permettent de réduire à un taux infinitésimal le risque que les premières tranches ne soient pas rémunératrices. Des dizaines de milliers de titres adossés à des actifs (ABS, *asset-backed securities*) peuvent ainsi obtenir l'excellent triple A. Mais le sort des tranches moins bien placées

sur cette échelle est une tout autre histoire. Dans ce cas, le risque de défaut était beaucoup plus élevé que si quelqu'un conservait simplement le portefeuille de prêts hypothécaires. Avec le bon rendement, ils trouvaient tout de même preneur.

Après le désastre des établissements d'épargne et crédit, l'idée est de répartir le risque, afin qu'il pèse moins sur ceux qui prêtent l'argent et plus sur ceux qui contractent un prêt hypothécaire, mais également d'attirer les investisseurs, en titrisant lesdits prêts pour proposer des profils de risque et de rendement très variés. Cette méthode porte ses fruits. En 1980, 67 % des prêts hypothécaires américains apparaissent directement sur les bilans des banques dépositaires. À la fin des années 1990, les risques que présente le système américain de prêts hypothécaires à taux fixe, à long terme et favorisant le remboursement anticipé sont titrisés et répartis sur un segment bien plus large du système financier qu'en 1979, quand Paul Volcker avait annoncé de manière imprévue ses mesures de lutte contre l'inflation. La dette est détenue par les GSE, par les banques, mais aussi par les caisses de retraite et d'assurance[23].

Par rapport au modèle reposant sur les établissements d'épargne et de crédit, la titrisation permet effectivement de répartir les risques. Réduit-elle aussi la motivation à surveiller de près les emprunts sous-jacents ? En séparant le montage du financement, le nouveau système avait-il éliminé la motivation à évaluer prudemment les emprunts ? Autrefois, un prêteur local qui serait responsable d'un prêt hypothécaire pendant trente ans avait tout intérêt à surveiller étroitement son client, mais à partir des années 1990, les prêts hypothécaires américains passent par au moins cinq institutions – les responsables du montage financier, les grossistes de portefeuilles de prêts, les assureurs qui évaluent le degré de risque, les GSE et les prestataires qui gèrent les produits d'intérêts – avant d'être vendus à un investisseur. Tout au long de cette chaîne, comment un investisseur peut-il s'assurer que tout le monde fait correctement son travail ? À chaque étape, les principales préoccupations sont le volume et

les honoraires. Qui a intérêt à maintenir un certain degré de qualité ? Ce ne sont peut-être pas les subventions de l'État, mais plutôt ces motivations pernicieuses qui mènent à l'explosion des prêts toxiques et à la crise de 2007-2008[24].

Cette théorie serait plausible en apparence si le modèle des années 1990, reposant sur le financement hypothécaire via les GSE, avait encore été majoritaire au début des années 2000. Mais quand le boom des *subprimes* a lieu, le secteur a déjà changé. La titrisation est plus généralisée que jamais. Les GSE demeurent responsables d'acheter et de titriser les prêts hypothécaires de premier choix qui sont certifiés conformes. Mais avec l'arrivée sur le marché d'un nouvel ensemble d'acteurs doté d'objectifs plus dynamiques et plus ambitieux, leur modèle ne s'appuie plus sur la dissociation, mais sur l'intégration complète du processus, notamment en réintégrant de grandes quantités de titres à leurs bilans[25]. C'est ce modèle de croissance, reposant sur l'intégration et non l'inverse, qui provoque l'explosion du système.

II

Le chemin qui mène à l'émission survoltée de prêts hypothécaires aux particuliers au début des années 2000 était sinueux, mais il remonte aussi à l'abolition des accords de Bretton Woods dans les années 1970 et à la libéralisation des monnaies, des prix, des taux d'intérêt et des flux de capitaux que cette décision entraîne. Les établissements d'épargne et crédit ne sont pas les seuls à devoir réinventer leur modèle : l'intégralité du secteur financier doit en faire autant, que ce soit les banques d'affaires de Wall Street ou les banques commerciales.

Il est à peine exagéré d'affirmer que le nouveau monde dérégulé de la finance nationale et internationale est fait pour les banques d'affaires[26]. Grâce aux transactions boursières au nom de leurs clients et à l'émission de dettes et d'autres titres, elles ont une « longueur d'avance » sur tous les autres acteurs du marché[27]. En 1975, l'abolition des frais fixes facturés par les courtiers de Wall Street pour la vente et l'achat d'actions entraîne un phénomène de concurrence féroce, raye de la carte les petites sociétés et provoque l'intégration des opérations boursières, de la recherche et des activités relevant des banques d'affaires. Dans les années 1980, la baisse des taux d'intérêt et le début de la longue période faste des obligations renforcent l'importance sur les marchés des titres à revenu fixe – par opposition aux actions cotées en Bourse. Drexel Burnham Lambert est le pionnier des obligations à haut rendement émises par des entreprises, également connues sous le nom d'obligations « pourries » ou spéculatives. Pendant ce temps, Salomon Brothers aide les GSE à créer le modèle de titrisation et à lancer chaque nouvel ensemble de MBS, ou titres adossés à des créances hypothécaires. Pour d'autres clients, les banquiers d'affaires travaillent d'arrache-pied afin de déterminer comment se prémunir contre les fluctuations des devises et des taux d'intérêt. Ils inventent les échanges qui permettent à leurs clients de faire

des transactions pour limiter les risques dans certaines monnaies. Ils créent des instruments qui permettent à un client d'assumer le risque des taux fluctuants et à un autre de choisir un taux fixe. Dans les années 1990, une équipe de la banque J.P. Morgan invente le contrat d'échange sur risque de défaut (CDS, *credit default swap*), qui protège contre le risque de non-remboursement et permet aux prêteurs d'ajuster précisément le risque qu'ils sont disposés à prendre[28]. Parallèlement, les banques d'affaires se consacrent de plus en plus aux opérations boursières. Elles découvrent les bénéfices qui s'offrent à elles grâce à un fort volume de transactions et à leur ration d'endettement. Les retours sur investissements sont extraordinaires. Au début des années 1980, l'élite des banques d'affaires américaines empoche des rendements supérieurs à 50 % sur les actions cotées en Bourse.

Mais démultiplier cette activité pose la question du financement. Les banques d'affaires n'ont pas de dépôts. Elles empruntent l'argent qu'elles prêtent à des marchés de gros, qui se fournissent auprès d'autres banques ou fonds institutionnels. Après le pic inflationniste et les chocs subis par les taux d'intérêt à la fin des années 1970 et au début des années 1980, la conjoncture est idéale pour ces établissements. Les banques d'investissement n'ont pas de dépositaires, ce qui convient aux épargnants qui, après la période d'inflation, ne veulent plus non plus placer leur argent dans des dépôts bancaires. Ils se tournent vers les fonds communs de placement monétaires, l'institution financière emblématique de cette nouvelle ère[29]. Ces instruments intéressent beaucoup les foyers fortunés qui cherchent de meilleurs taux que ceux proposés par les dépôts bancaires. Les fonds communs de placement monétaires proposent des comptes toujours accessibles, sans garantie officielle de l'État, mais leurs gestionnaires privés promettent un rendement garanti sans décote (dans le pire des cas) et un taux d'intérêt intéressant. Contournant les établissements d'épargne et de crédit, qui sont en faillite, mais aussi les banques commerciales en difficulté,

les dépôts en espèces affluent et les fonds colossaux qui en découlent sont gérés par des professionnels en quête de bons rendements sur Wall Street.

Les fonds communs de placement monétaire ne sont pas non plus les seuls dans ce cas. Les entreprises commencent aussi à gérer leur trésorerie commune de manière plus professionnelle. Les particuliers extrêmement riches, de plus en plus nombreux à partir des années 1970, ont des milliards de dollars gérés par des fonds et des bureaux de gestion du patrimoine. À la fin des années 1990, ces fonds de trésorerie d'investisseurs institutionnels détiennent mille milliards de dollars et ils sont en quête de placements hautement liquides et très rentables qui sont 100 % sans risque (ou presque)[30]. Prêter avec une garantie ou acheter des billets de trésorerie à des banques d'affaires réputées est précisément le type d'actif sûr à court terme que veulent les gestionnaires de ces fonds. Et servir de banquier pour ces fonds, ce qui est appelé le courtage privilégié (ou *prime brokerage*), est une activité idéale pour les banques d'affaires.

Ces fonds de trésorerie et les volumes de liquidités qu'ils injectent sur les marchés du financement de gros sont le carburant nécessaire à l'avènement de la banque d'investissement moderne. Plus les ressources mobilisées sont considérables, en empruntant sur le marché de gros ou grâce à des dépôts, plus le chiffre d'affaires et les profits augmentent. Jusque dans les années 1980, les banques d'affaires étaient des établissements modestes, des partenariats connus et respectés sur Wall Street et dans la City, mais leurs noms n'étaient pas connus du grand public. Les clients étant convaincus que les nouveaux instruments dérivés sauraient gérer le risque, et les banques d'affaires ayant accès aux fonds de trésorerie d'investisseurs institutionnels, lesdites banques réussissent à se développer et à créer la « nouvelle Wall Street [31] ». Les sociétés telles que Goldman Sachs, Morgan Stanley et Merrill Lynch passent de l'obscurité à la gloire. Elles furent initialement conçues sous la forme de partenariats, et le développement

colossal de leur activité boursière et des produits dérivés les force à entrer en Bourse. Merrill Lynch le fait dès 1971. Bear Stearns suit en 1985, Morgan Stanley en 1986 et Goldman Sachs ferme la marche en mai 1999[32]. Robert Rubin étant un défenseur de cette nouvelle Wall Street, les banques d'affaires ont même un représentant au sein du gouvernement. Goldman Sachs est surnommée « gouvernement Sachs ».

Depuis les années 1980, les banques d'affaires avaient tout misé sur leur capacité à gérer l'incertitude. Elles ont tiré leur épingle du jeu et progressé à mesure qu'ont eu lieu divers booms sur les marchés[33]. Mais l'incertitude prend parfois sa revanche. Entre 1994 au Mexique et 1998 en Russie, les banques américaines mondialisées sont confrontées à une série de grandes crises. Et si les principales sociétés de Wall Street n'avaient pas pris une série de mesures concertées, l'implosion du fonds spéculatif Long-Term Capital Management, déclenchée par l'incertitude qui se propageait en Russie, aurait pu entraîner l'effondrement du secteur des fonds spéculatifs dans son ensemble[34]. Cette épreuve est suivie par la bulle Internet et son éclatement entre 1998 et 2001 – un phénomène créé tant par la nouvelle Wall Street que par la Silicon Valley. Enfin, il faut y ajouter le scandale spectaculaire qui secoue la comptabilité d'Enron et entraîne la chute des comptables et conseillers en gestion Arthur Andersen, autrefois légendaires. Au début des années 2000, après deux décennies de croissance prodigieuse, Wall Street est confrontée à un retour de bâton politique et à de nouvelles régulations. Le secteur a de toute urgence besoin d'un nouveau projet ambitieux. Étant donné l'expertise des banques d'affaires en matière de transactions obligataires et leur rôle dans la titrisation des prêts hypothécaires au nom des GSE, il n'est pas difficile de prédire dans quelle direction les petites banques d'affaires telles que Lehman Brothers et Bear Stearns se tourneraient.

Pour les banques commerciales, l'époque qui suit les mesures de Paul Volcker est particulièrement rude. Elles perdent

des dépôts. Elles perdent les prêts hypothécaires. Risquaient-elles de connaître le même sort que les établissements d'épargne et de crédit[35] ? Pour retrouver le chemin de la rentabilité, les banques américaines traditionnelles procèdent à un nombre spectaculaire de fusions dans les années 1990. La part de marché des dix premières banques passe ainsi de 10 à 50 % entre 1990 et 2000. Ces établissements cherchent aussi un nouveau modèle[36]. Au lieu de se considérer comme des entités entretenant des relations durables avec leurs clients et leurs communautés, elles se transforment en prestataires de services qui facturent des frais. Elles réalisaient depuis toujours les montages de prêts hypothécaires, mais elles les vendaient généralement aux GSE. Face aux nouvelles pressions qu'elles subissent, le marché hypothécaire – comprenant de nombreuses strates telles que le montage, la titrisation, la vente et la gestion – semble une passerelle naturelle entre leurs activités bancaires traditionnelles auprès du grand public et leurs ambitions d'intégrer la finance de haut vol. Mais pour se lancer, elles doivent être dispensées de nombreuses réglementations. Il faut se débarrasser des directives datant du New Deal qui séparent les activités bancaires de détail et d'investissement. Pendant la présidence de Bill Clinton, le ministère des Finances, dirigé par Robert Rubin puis Larry Summers, accède à leurs demandes. En 1999, les derniers vestiges des régulations bancaires des années 1930 sont éliminés. Citigroup et Bank of America s'engagent rapidement dans cette brèche qui annonce une nouvelle ère d'activités bancaires universelles aux États-Unis. De Wall Street aux établissements bancaires traditionnels, ce modèle plus courant en Europe est désormais en vigueur aux États-Unis.

Le troisième groupe qui participe au boom des prêts hypothécaires au début des années 2000 est déjà actif dans ce secteur dans les années 1990. Il est composé de banques telles que Washington Mutual, qui a survécu au désastre des établissements d'épargne et de crédit, et de prêteurs hypothécaires comme

Countrywide[37]. Puisque leurs produits sont vendus aux GSE, ces organismes sont cantonnés au montage de prêts. Mais pourquoi restreindre leurs ambitions ? Pourquoi ne pas intégrer l'ensemble de la chaîne ? À la fin des années 1990 et au début des années 2000, les trois groupes de banques – les banques d'affaires, les banques commerciales et les organismes de prêts hypothécaires – suivent ce raisonnement. Au lieu de faire reposer leur modèle sur les GSE, ils entreprennent de créer une activité complète de titrisation des prêts hypothécaires. Les services de Countrywide comprennent le montage financier comme la titrisation. Un géant bancaire comme Citigroup peut s'imaginer en prestataire présent à toutes les étapes : le montage, la titrisation, la vente, la possession et la gestion de MBS. Il faut noter l'évolution d'autant plus remarquable de banques d'affaires comme Lehman Brothers et Bear Stearns, qui se définissaient à l'origine par leur absence d'interaction avec les clients ordinaires des banques de détail. Dès les années 1990, Bear Stearns ajoute à son portefeuille EMC (un émetteur et administrateur de prêts hypothécaires) et Lehman Brothers intègre quatre petits prêteurs hypothécaires.

Au début des années 2000, les stratégies d'entreprise centrées sur la titrisation de prêts hypothécaires privés sont en place. Mais Fannie Mae et Freddie Mac conservent encore une position dominante sur le marché grâce à leur avantage en matière de financement. La machine à titriser les prêts hypothécaires peut saisir sa chance grâce à un nouveau choc des taux d'intérêt, associé à un contretemps au sein des GSE[38].

Quand l'éclatement de la bulle Internet est suivi du choc du 11 septembre, la Fed abaisse les taux d'intérêt à 1 %. Conformément aux intentions d'Alan Greenspan, cette mesure pousse un grand nombre d'emprunteurs à renégocier un maximum de prêts hypothécaires à long terme afin d'obtenir un taux plus faible. C'est un problème du point de vue des prêteurs d'origine, mais la mesure déclenche aussi une vague immédiate de consommation et, pour le secteur hypothécaire,

une hausse colossale des frais. Le pic d'activité qui s'ensuit est sans précédent. En 2001, le total des nouveaux prêts est de mille milliards de dollars, mais ce chiffre atteint 3 800 milliards de dollars en 2003, dont 2 530 milliards correspondent à des renégociations. Dans cette conjoncture extrêmement dynamique, les GSE restent les principaux acteurs. Elles conservent le monopole des prêts hypothécaires de premier ordre. Leur part du marché atteint son apogée en 2003 à 57 %, mais elle baisse ensuite. Durant le pic d'activités au début des années 2000, les GSE ne sont pas irréprochables. Les erreurs comptables et relatives aux régulations s'accumulent. Craignant un scandale semblable à celui d'Enron, les régulateurs imposent des critères plus exigeants en matière de fonds propres, d'abord à Freddie Mac puis à Fannie Mae. Les deux GSE doivent lever des fonds ou réduire les volumes inscrits sur leur bilan. Pour faire en sorte que la seconde option soit choisie, ledit volume est plafonné[39]. La porte aux émetteurs privés est alors ouverte.

Pendant le pic de renégociation déclenché par Alan Greenspan entre 2000 et 2003, les GSE ne sont pas les seules à être très occupées. La hausse spectaculaire des émissions signifie qu'il y a aussi énormément de transactions « non conformes » et peu conventionnelles. Mais le tournant arrive début 2004, quand les taux d'intérêt sont au plus bas, que le boom de renégociation s'essouffle et que les GSE sont arrêtées dans leur lancée. C'est à ce moment que le secteur du prêt hypothécaire privé, opérationnel depuis quelque temps, prend le relais. Ces organismes abandonnent le modèle reposant sur les GSE qui avaient dominé les années 1990 et les prêts certifiés conformes au profit de prêts privés « non traditionnels » – des *subprimes* dont la note est légèrement meilleure qu'Alt-A et dont le montant est supérieur à la limite fixée pour les prêts certifiés conformes.

Les émetteurs privés découvrent que si la titrisation de prêts hypothécaires traditionnels est rentable, celle des *subprimes* l'est d'autant plus[40]. Les mécanismes financiers en jeu sont plus complexes, ce qui permet de facturer plus cher les services

fournis. Les techniques des banquiers proposant des placements à revenu fixe sont pleinement exploitées. Un nombre étonnant de titres adossés à des créances hypothécaires privées « non conformes » obtient la note AAA même après avoir été associé à des produits structurés. Pour gérer les risques, la production de contrats d'échange sur risque de défaut (CDS) – autrefois chasse gardée de banques d'affaires offrant des services personnalisés – prend une ampleur industrielle. Les grands assureurs comme AIG proposent des contrats de ce type pour des produits titrisés exotiques. Étant donné la qualité des prêts hypothécaires sous-jacents, toutes les tranches de crédit ne sont pas bonnes. Mais ce point pousse les banques d'affaires à développer les titres de créance garantis (CDO, *collateralized debt obligation*). Ces produits sont des dérivés reposant sur le reconditionnement de la tranche intermédiaire d'autres ensembles de prêts hypothécaires titrisés. Grâce à un regroupement puis à une redivision en tranches, un grand ensemble d'actifs notés BBB peut être transformé en de nouveaux groupes de titres notés AAA. Une fois cette opération terminée, il est possible d'aller encore plus loin et de prendre les tranches les moins bien notées de CDO, de les regrouper et de les rediviser une fois de plus pour créer des CDO au carré. Et là encore, grâce à la logique des risques indépendants et à la bonne volonté des agences de notation, une partie de ces titres réussit même à obtenir un triple A.

III

Au début des années 2000, le secteur des prêts hypothécaires privés attend le coup d'envoi. Il a sa nouvelle matière première : les prêts hypothécaires titrisés. Ses techniciens et ses ingénieurs sont dans les starting-blocks. En 2003, la fin du boom de la renégociation des emprunts traditionnels ouvre la voie aux prêts non traditionnels. Pour déclencher la phase finale du boom, il manque un dernier ingrédient. Quelqu'un doit être intéressé par l'achat des titres produits, dont la valeur totale atteint des centaines de milliards de dollars. En l'absence de demande pour répondre à cette offre, le cours des MBS aurait chuté, les rendements auraient fortement augmenté, entraînant une hausse des taux d'emprunt et coupant net le boom des prêts hypothécaires. Non seulement ça n'a pas lieu, mais les taux à long terme restent inchangés et la marge – les frais supplémentaires que doivent payer ceux qui empruntent à des conditions exceptionnelles – baisse. On peut y voir la troisième transformation historique qui rend possible le boom des années 2000, c'est-à-dire un changement qui a lieu non pas du côté de l'offre, mais bien de la demande : la demande d'actifs sûrs augmente fortement, ainsi que la mobilisation des fonds de trésorerie d'investisseurs institutionnels pour financer des prêts hypothécaires[41]. C'est aussi à ce moment que les mécanismes techniques des services bancaires hypothécaires rejoignent la grande thématique de l'essor chinois, les marchés émergents, ainsi que la croissance des inégalités et des écarts de richesse dans le monde occidental.

Pour comprendre ce lien, il faut revenir à l'aspect le plus scandaleux des titres adossés à des créances hypothécaires : leur notation. L'étiquette AAA était essentielle, car elle classait ces actifs au même rang que les bons du Trésor, qui attiraient des investisseurs en quête de produits fiables[42]. Le triple A était un gage de qualité et comme toute certification de ce type, la note indiquait que les personnes à la recherche de placements

sans risque n'avaient pas besoin de chercher plus loin. Ces actifs sont ce qui s'approche le plus, dans une économie capitaliste instable, d'une position neutre et sûre. Ils sont ce que recherchent – voire exigent légalement – tous les investisseurs particulièrement réticents face au risque et qui ne sont pas en mesure de réaliser des recherches ou des évaluations indépendantes – les caisses de retraite, les dépôts bancaires, les caisses d'assurance, etc. Comme l'a fait remarquer l'un des principaux économistes dans ce domaine : « Quasiment toute l'histoire humaine peut se résumer à la quête et à la production de diverses formes d'actifs fiables [43]. » C'est peut-être vrai, mais il en découle une question : quels facteurs, à la fin des années 1990 et au début des années 2000, déclenchent une telle augmentation de la demande d'actifs sûrs ?

Il faut d'abord mentionner le développement économique des marchés émergents à partir des années 1990. En raison de leur excédent commercial et parce qu'ils veulent se prémunir contre le risque d'une redite des crises survenues entre 1994 et 1998, ils cherchent des avoirs de réserve pouvant être liquidés en cas d'urgence. Et l'actif qui correspond le mieux à cette description est le bon du Trésor américain à court ou long terme. Au début des années 2000, la Chine et d'autres pays émergents achètent tous les bons du Trésor émis durant le premier mandat de Bush fils, malgré les déficits budgétaires béants de ce gouvernement. Les macroéconomistes s'inquiètent du déséquilibre des comptes courants qui en résulte et du risque d'un arrêt brutal catastrophique. Mais parce qu'ils ne se préoccupent pas de détails techniques tels que les MBS, ils ne se rendent pas compte de l'effet potentiel de l'afflux de fonds issus des pays émergents sur les marchés financiers. Les investisseurs des marchés émergents achètent d'abord des bons du Trésor, puis des titres de créance émis par des GSE. Les autres investisseurs institutionnels doivent alors chercher d'autres solutions. L'ingénierie financière comble cette lacune. Pour répondre à la demande des caisses de retraite, des assurances-vie

et des gestionnaires de fonds de trésorerie colossaux accumulés par les entreprises rentables et les ultrariches, qui veulent des actifs sans risque, la machine hypothécaire des États-Unis est en mesure de fabriquer des titres AAA.

Mais là aussi, nous devons faire preuve de prudence. Le brassage de la demande mondiale d'actifs sûrs libellés en dollars explique pourquoi le flux de prêts hypothécaires n'aboutit pas à un trop-plein de titres AAA. Mais si ce n'est qu'ils sont vendus à des investisseurs, on n'entend quasiment jamais parler des titres adossés à des actifs (ABS). En cas de conjoncture défavorable, ces titres resteraient consignés sur les bilans sous forme de ligne non liquide. Ils ne seraient plus comptés comme des actifs sans risque. On pourrait alors s'attendre à des procès contre les banques d'affaires ayant sciemment reconditionné des prêts hypothécaires de mauvaise qualité.

Réserves de change et investisseurs institutionnels en concurrence pour l'achat d'actifs américains fiables à court terme (en milliards de dollars)

Encours :	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Titres du Trésor à court terme*	1 146	1 173	1 192	1 909	2 558	2 487
Titres à court terme garantis par une agence**	568	489	560	903	844	618
Total	**1 714**	**1 662**	**1 752**	**2 812**	**3 402**	**3 105**
(-) Avoirs officiels étrangers :						
Titres du Trésor à court terme	216	193	181	273	562	N/A
Titres à court terme garantis par une agence	112	110	80	130	34	N/A
Total	**328**	**303**	**261**	**403**	**596**	**N/A**
(-) Demande des fonds de trésorerie d'investisseurs institutionnels :						
Fonds de trésorerie d'investisseurs institutionnels (d'après les données à disposition)	1 771	2 120	2 216	1 834	2 041	1 911
Fonds de trésorerie d'investisseurs institutionnels (estimation du volume total)	3 120	3 735	3 852	3 467	3 596	3 432
Moyenne	**2 445**	**2 927**	**3 034**	**2 650**	**2 818**	**2 672**
= Déficit de produits à court terme liquides et sans risque	**(1 059)**	**(1 568)**	**(1 543)**	**(241)**	**(12)**	**N/A**

*Comprend les bons du Trésor et les titres du Trésor qui arrivent à échéance sous un an ou moins.
**Comprend les bons à prime d'émission garantis par une agence.

Source : Zoltan Pozsar, « Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the US Banking System », *Financial Markets, Institutions & Instruments,* vol. XXII, n°. 5, 2013, p. 283-318, figure 5.

Les pertes auraient sans aucun doute des répercussions sur la répartition des placements et les choix de dépense de millions de retraités. Mais ça ne suffirait pas à créer une crise financière et des faillites bancaires dans le monde entier. La comparaison avec la bulle Internet est instructive : cette dernière a créé un pic

colossal de richesse suivi d'un effondrement. Elle a déclenché une grave récession, mais elle n'a pas provoqué de crises bancaires. Le boom des *subprimes* au début des années 2000 a entraîné une crise financière car, contrairement à la supposée logique de la titrisation, des centaines de milliards de dollars de titres adossés à des créances hypothécaires privées n'ont pas été réparties en dehors du système bancaire, mais accumulés sur les bilans des émetteurs de prêts hypothécaires, qui étaient aussi responsables de la titrisation[44].

Pourquoi ont-ils fini par conserver leur produit ? C'est en partie lié au système de production. La titrisation produit des tranches de crédit intéressantes et des tranches qui le sont moins. Ces dernières doivent être isolées du marché. De plus, les banques qui gèrent le flux de prêts hypothécaires sont elles-mêmes persuadées du bien-fondé de leur proposition. Détenir des MBS était très rentable au vu des coûts de financement en vigueur. Les banques participant à la chaîne d'approvisionnement des prêts hypothécaires étaient à la source des recettes. Dans ce cas, pourquoi ne pas s'enrichir aussi ? C'est un choix délibéré. Toutes les banques ne le font pas. Celles qui prennent les plus grands risques sont d'importantes structures émettrices de prêts hypothécaires, les banques commerciales qui offrent les services les plus complets – Citigroup, Bank of America et Washington Mutual – et les deux banques d'affaires les plus misérables – Lehman Brothers et Bear Stearns. Au contraire, J.P. Morgan commence à ralentir son flux de prêts hypothécaires dès 2006 et achète autant de protection que possible sur le marché des CDS. Goldman Sachs va plus loin et mise gros sur l'effondrement imminent du marché immobilier[45].

Leur prudence est aisément justifiable au vu du type de transactions qu'impliquent les *subprimes*. Mais elle reflète aussi des considérations bancaires plus élémentaires. Établir un bilan comprenant un fort volume de MBS ne présente pas seulement un risque sur le plan des actifs, cela nécessite aussi d'augmenter le passif de la banque en termes de financement. C'est ce qui nous

amène au cœur de la crise de 2007-2008. Si les émetteurs de prêts hypothécaires détiennent des centaines de milliards de dollars de MBS et d'ABS privés sur leurs bilans respectifs, comment ces avoirs sont-ils financés ? Là encore, le nouveau modèle de la banque d'affaires a la réponse. Countrywide, nouveau venu sur le marché hypothécaire, n'a pas de dépositaires, mais Lehman Brothers non plus. Cette dernière obtient ses financements en gros, en puisant dans les fonds de trésorerie, et c'est aussi ce que font les nouveaux émetteurs de prêts hypothécaires, dont fait partie Lehman Brothers. Voilà le mécanisme mortel au cœur de la crise. De l'argent issu de fonds de trésorerie du marché monétaire alimente le financement d'importants volumes de MBS consignés sur les bilans.

Le principal mécanisme de financement des actifs hypothécaires est le billet de trésorerie adossé à des actifs (ABCP, *asset-backed commercial paper* [46]). Les trois plus gros émetteurs d'ABCP sont Bank of America, Citigroup et J.P. Morgan. Les instruments utilisés pour gérer ces transactions sont les véhicules d'investissement structurés (SIV, *structured investment vehicles*), des entités juridiques auxquelles des « sponsors » fournissent un apport minimum de capital, mais qui sont indépendantes des bilans de leur banque parente. Celle-ci décharge dans ces SIV un portefeuille considérable, composé d'obligations hypothécaires, d'emprunts automobile titrisés, de dettes sur cartes de crédit et de dettes sur des prêts étudiant. Le SIV paie les titres à la banque mère grâce à des fonds collectés en émettant des ABCP. Ces papiers ont une échéance à trois mois et ils sont adossés à des actifs du SIV ainsi qu'à la réputation de la banque mère. Le SIV n'a pas encore d'antécédents, bons ou mauvais, mais il peut émettre des papiers commerciaux à des taux concurrentiels en raison de la valeur des titres qu'il détient et parce qu'il est sous-entendu qu'il bénéficie de l'appui de la banque qui le parraine. Il est remarquable qu'au titre des réglementations bancaires en vigueur jusqu'au début

des années 2000, les actifs rangés hors des bilans dans des SIV n'aient été adossés qu'à une fraction du capital qui aurait été requis s'ils avaient figuré au bilan. C'est une opération risquée, mais les taux de rendement qui en découlent sont intéressants. Il est possible d'encaisser des recettes supplémentaires grâce à la marge entre les rendements à long terme et les coûts de financement à court terme. Un instrument d'émission d'ABCP a généralement un portefeuille de titres dont les échéances sont comprises entre trois et cinq ans, et il finance ces titres en vendant des billets de trésorerie remboursables sous quelques jours à trois mois. Pour les gestionnaires de fonds de trésorerie, le billet de trésorerie est plus intéressant que les titres sous-jacents, en raison de son échéance à très court terme et de l'appui d'une banque commerciale réputée. Pour les banques mères, la marge est généreuse entre le rendement du cocktail explosif d'actifs que détient le SIV et le faible taux reversé sur les ABCP de premier ordre.

Si le modèle associant les SIV et les ABCP présente un écart en termes de degré de maturité, il est d'autant plus radical dans le cas des banques d'affaires. Leur modèle repose entièrement sur le financement de gros. L'instrument le plus flexible dont elles disposent est la mise en pension de titres (l'abréviation *repo*, de l'anglais *repurchase agreement*, est très souvent utilisée). Pour ce type de transaction, une banque achète un titre et assume son coût en le revendant immédiatement pour une période d'une nuit ou de trois mois, assorti d'une promesse de rachat à un prix prédéterminé. C'est, en l'espèce, un accord de financement à court terme adossé à des garanties. La banque d'affaire achète des titres à hauteur de 100 millions de dollars et procède à leur mise en pension auprès d'un fonds commun de placement ou d'une autre banque d'affaires ; la partie à l'origine de la mise en pension paie un faible intérêt à l'investisseur avec qui a lieu l'opération. La banque accepte aussi une marge de sécurité : contre 100 millions de dollars en bons du Trésor, elle reçoit seulement 98 millions de dollars en liquidités. Elle les rachète

aussi pour 98 millions de dollars. Parallèlement, le montant de la marge détermine quel montant la banque d'affaires doit prélever sur ses fonds propres pour conserver les titres, d'où l'amortissement de l'opération[47]. Une marge de 2 % signifie que pour financer l'achat de 100 millions de titres et pour percevoir les intérêts relatifs à ces obligations, une banque doit investir 2 millions de dollars de son propre argent. Elle peut obtenir le reste de la mise en pension. Grâce à ce mécanisme, un faible capital peut étayer un bilan bien plus volumineux, si, bien sûr, la mise en pension peut être reconduite et que la marge n'augmente pas brutalement.

Dans les années 2000, les garanties fournies sur les marchés de mise en pension à New York atteignent plusieurs milliers de milliards de dollars chaque jour. Ces opérations sont divisées en deux marchés – les mises en pension bilatérales et tripartites. Dans les deux cas, il s'agit de marchés professionnels hors cote, qui sont à peine surveillés par les banques centrales ou les instances de régulation. Les meilleures informations dont nous disposons concernent les mises en pension tripartites, où la transaction est gérée par un tiers – JPMorgan Chase ou Bank of New York Mellon – qui conservent la garantie pendant la durée de la mise en pension[48]. Dans ce type d'opération, la garantie utilisée est d'excellente qualité – quasiment toujours des bons du Trésor ou des MBS garantis par une agence. Étant donné le niveau supplémentaire de protection, les mises en pension tripartites ont la préférence des fonds de trésorerie d'investisseurs institutionnels tels que les fonds communs de placement monétaires. Ce système n'est pas utilisé pour financer des MBS privés. Ces derniers sont financés sur le marché bilatéral de mise en pension. Les données les plus fiables à notre disposition portent à croire que ce marché était trois fois plus important que le segment tripartite[49]. Les acteurs du marché bilatéral étant souvent des banques d'affaires et des fonds spéculatifs, les types d'actifs acceptables en garantie sont plus variés. C'est là, au milieu des ABCP et de divers emprunts

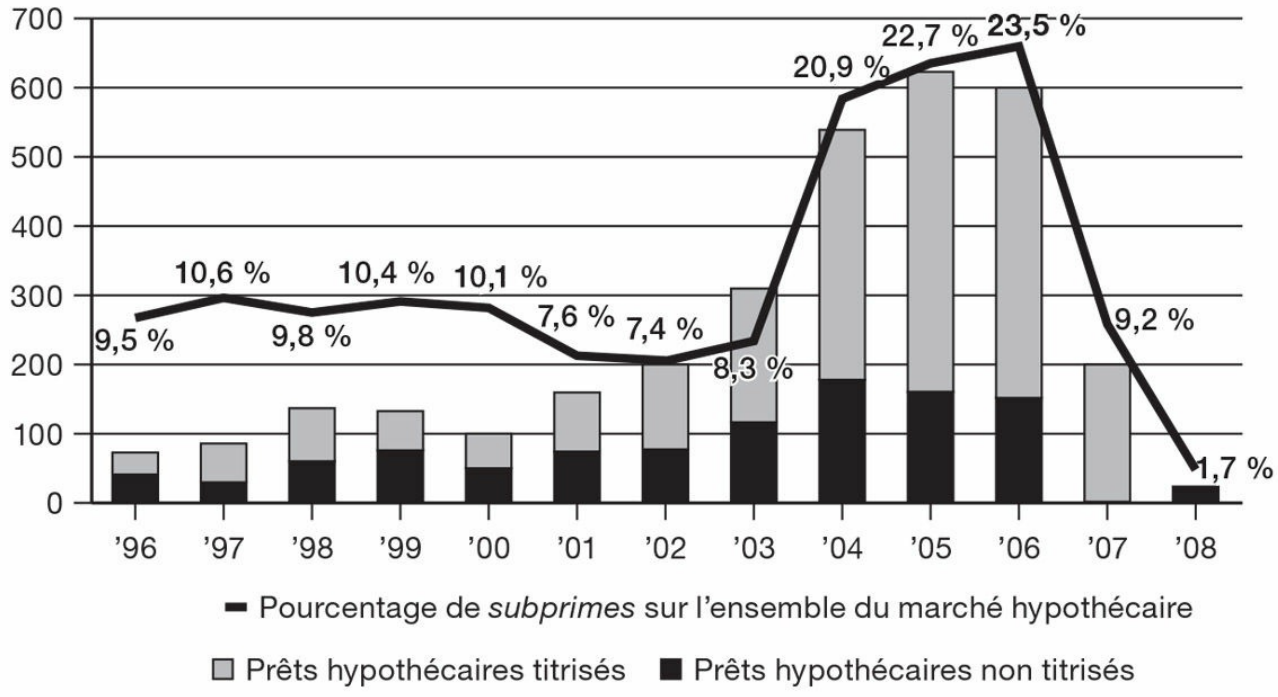
interbancaires non sécurisés, que les banques d'affaires financent leurs portefeuilles contenant des MBS privés et des titres de créance garantis (CDO). Comme les formes de garantie sont très variées, les marges de sécurité sur le marché bilatéral sont comprises, au printemps 2007, entre 0,25 % pour les bons du Trésor et au moins 10 % pour les prêts adossés à des actifs de qualité inférieure.

Comme pour les billets de trésorerie, les mises en pension sont exposées à un risque important de financement si personne n'est prêt à les renouveler. La nature précise du risque est la suivante : si une banque d'affaires comme Lehman Brothers ou Bear Stearns donne l'impression d'avoir essuyé des pertes considérables sur une grande partie de son portefeuille – qu'il soit financé par des billets de trésorerie, des mises en pension bilatérales ou d'autres types d'emprunts interbancaires – elle n'inspirera plus confiance. Ensuite, elle ne sera plus jugée apte à intervenir comme tiers sur le marché tripartite, l'empêchant ainsi d'accéder à d'importantes sources de financement. L'ampleur de ce risque est colossale. Chez Lehman Brothers, à la fin de l'exercice budgétaire de l'année 2007, 50 % du bilan de 691 milliards de dollars est financé grâce à des mises en pension. Chez Goldman Sachs, Merrill Lynch et Morgan Stanley, ce chiffre est de 40 %[50]. Si l'un de ces établissements venait à perdre son accès aux marchés de mise en pension, son modèle s'effondrerait immédiatement, entraînant dans sa chute l'ensemble de son bilan – non seulement les MBS, mais aussi son portefeuille de dérivés et ses contrats d'échange de monnaie et de taux d'intérêt.

IV

Les intérêts en jeu étant si nombreux, l'expansion du marché hypothécaire aux États-Unis durant la dernière phase du boom, entre 2004 et les premiers mois de 2007, est spectaculaire, voire grotesque. Entre 1999 et 2003, 70 % des nouveaux prêts hypothécaires émis aux États-Unis sont encore des emprunts conformes aux critères des GSE. À la fin du boom de renégociation, cet équilibre s'inverse. En 2006, 70 % des nouveaux prêts hypothécaires sont des *subprimes* ou d'autres emprunts non conventionnels destinés à la titrisation non par une GSE, mais dans le secteur privé. En 2005 et en 2006, des prêts hypothécaires non conventionnels sont émis à hauteur de mille milliards de dollars, contre 100 milliards de dollars en 2001. Fannie Mae et Freddie Mac ont désormais du mal à suivre et achètent 300 milliards de prêts titrisés non certifiés conformes afin de les intégrer à leur portefeuille. Les GSE sont embarquées dans le tourbillon, mais elles n'en sont pas à l'origine. Elles sont en concurrence avec des nouveaux venus tels que Countrywide, qui, en 2006, émet 20 % des prêts hypothécaires aux États-Unis[51]. Elles sont en concurrence avec une banque d'affaires extrêmement complexe comme Lehman Brothers, qui a créé une chaîne d'assemblage complète. En 2005, Lehman Brothers émet des MBS et des CDO à hauteur de 133 milliards de dollars : deux tiers des prêts hypothécaires concernés par ces titres ont pour origine ses propres émetteurs de *subprimes*. L'un des grands noms de Wall Street racle les fonds de tiroir.

Grandeur et décadence des *subprimes* aux États-Unis, 1996-2008 (en milliards de dollars)



Note : le pourcentage de prêts hypothécaires titrisés est défini comme suit : nombre de titres *subprimes* émis, divisé par le nombre total de prêts émis au cours d'une année donnée. En 2007, les titres émis sont plus nombreux que le nombre de prêts émis.

Source : Inside Mortgage Finance.

Le message transmis aux derniers maillons de la chaîne alimentaire est simple : nous voulons absorber plus de dette hypothécaire, de la pire qualité possible. Grâce à la magie des probabilités indépendantes, l'effet est d'autant plus spectaculaire si la dette intégrée au processus de division en tranches et de regroupement est de qualité exécrable. Des quantités considérables de créances de mauvaise qualité, à rendement élevé et non enregistrées ressortent de la machine avec un triple A. Toute période de forte expansion suscite des comportements irresponsables, quasi criminels ou franchement frauduleux. Mais le mécanisme de titrisation hypothécaire provoque systématiquement un nivellement par le bas de la qualité des prêts hypothécaires. Les profits sont tirés

de l'écart entre, d'une part, le rendement élevé des titres sous-jacents inclus au lot de garanties et, d'autre part, le faible taux d'intérêt versé aux investisseurs qui achètent des ABS. À partir de 2004, une bonne moitié des *subprimes* alimentant le système a un dossier incomplet ou inexistant, et 30 % sont des prêts à remboursement in fine et à intérêts échelonnés, accordés à des gens dont on n'attend pas qu'ils remboursent le capital[52].

Par la suite, les agences de notation sont confrontées à des questions acerbes sur leur complicité dans ce processus. Le fait qu'elles aient été payées par les banques dont elles notaient les obligations n'arrange en rien la situation, pas plus que la compétition entre les trois principales agences pour offrir le moyen le plus efficace et bon marché d'obtenir un triple A. À leur décharge, elles feront valoir qu'elles appliquaient une formule éprouvée et validée par les plus éminents économistes des États-Unis. Mais les paiements dépendent des résultats. Fitch, dont le modèle d'évaluation des risques crée moins de titres ayant la note convoitée de AAA, est quasi éliminée de la titrisation des *subprimes*[53]. Comme l'ont révélé les enquêtes ultérieures menées par des commissions parlementaires, les employés de Moody's et de Standard & Poor's étaient parfaitement conscients du monstre qu'ils étaient en train de créer. Selon un échange de courriels entre spécialistes de ce secteur en décembre 2006 : « J'espère qu'on sera tous riches et à la retraite quand ce château de cartes s'effondrera[54] :o). »

Certains s'enrichissent effectivement, ça ne fait aucun doute. Les recettes des années 1980 et de la fin des années 1990 avaient été bonnes dans les banques d'affaires. Mais au début des années 2000, tout le monde tire son épingle du jeu, et 35 % des profits sur l'ensemble de l'économie américaine sont engrangés par le secteur de la finance. Au sommet de la pyramide, les sommes en jeu sont vertigineuses. Au cours des années 1990, les sociétés de Wall Street étaient certes entrées en Bourse et vendaient des actions à des investisseurs, mais dans les faits, elles fonctionnaient encore comme des partenariats. Selon les règles

en vigueur, la moitié des recettes nettes d'intérêts était réservée aux salaires du personnel, l'autre moitié était versée aux actionnaires. L'exercice 2006 donne lieu à 60 milliards de dollars de bonus distribués aux financiers à New York et 2007 bat ce record en atteignant le total de 66 milliards de dollars de bonus[55]. Les cadres supérieurs des banques d'affaires reçoivent chacun plusieurs dizaines de millions de dollars. Richard Fuld, le P-DG responsable de la croissance spectaculaire de Lehman Brothers à partir de 1994, touche 484,8 millions de dollars entre 2000 et 2008 en comptant son salaire et les bonus. C'est ahurissant en soi, mais pour comprendre la psychologie de ceux qui étaient au cœur du système, il faut imaginer que même les banquiers d'affaires des plus hautes sphères savaient qu'ils n'étaient pas les véritables rois de ces jeux d'argent. Leur rémunération était piteuse par rapport à celle des gestionnaires de fonds spéculatifs avec qui ils travaillaient dans le cadre du courtage privilégié, des mises en pension et des marchés d'ABCP. Dans les fonds spéculatifs et les fonds de capital-risque, une personne pouvait à elle seule gagner des centaines de millions, voire des milliards de dollars par an. En 2007, les six gestionnaires de fonds spéculatifs au sommet du classement empochent chacun une rémunération d'au moins un milliard de dollars.

La cupidité n'est pas non plus limitée aux plus hauts échelons de la pyramide. Il ne fait aucun doute que de nombreux souscripteurs de prêts hypothécaires sont victimes d'un processus qui les induit systématiquement en erreur et qui a tout intérêt à le faire. Mais une fois que le marché immobilier abandonne un train-train stable pour entrer dans une période faste, tout le monde devient bon gré mal gré un spéculateur. Quand les gens finissent par s'attendre à une plus-value, le sens de l'accession à la propriété change. Tous, que ça leur plaise ou non, ont adopté une position spéculative. Au bas de l'échelle, ceux qui signaient des prêts à taux variable liés à leur mauvaise solvabilité misaient sur le fait que leur bien prendrait assez de

valeur pour que leur valeur résiduelle suffise à renégocier à de meilleures conditions. Ceux qui étaient mieux placés sur cette échelle se sont adonnés à la fièvre spéculative immobilière. En 2006, un tiers des nouveaux prêts hypothécaires émis aux États-Unis correspondent à une deuxième, troisième ou quatrième résidence. Dans les États au cœur de cette bulle – la Floride, l'Arizona et la Californie – le pourcentage atteint jusqu'à 45 % des prêts hypothécaires[56]. Évidemment, ces fortunes sont sans commune mesure avec celles de Wall Street ou de la riviera du Connecticut, mais la spéculation immobilière devient un sport national.

Financement de l'encours des titres adossés à des actifs privés et des obligations d'entreprises aux États-Unis au deuxième trimestre 2007 (en milliards de dollars)

	ABS privés		Obligations d'entreprises	
	Montant	**%**	**Montant**	**%**
Encours total	5 213	100 %	5 591	100 %
Financement à court terme				
ABCP	1 173	23 %		
Avoirs directs				
Fonds communs de placement monétaires	243	5 %	179	3 %
Prêteurs de titres	502	10 %	369	7 %
Mises en pension				
Fonds communs de placement monétaires	31	1 %	42	1 %
Prêteurs de titres	165	3 %	121	2 %
Total à court terme	**2 113**	**41 %**	**711**	**13 %**

Source : Arvind Krishnamurthy, Stefan Nagel et Dmitry Orlov, « Sizing Up Repo », *Journal of Finance,* vol. LXIX, n° 6, 2014, p. 2381-2417, tableau II.

Dans l'ensemble, en se cantonnant au segment du marché qui est réellement le produit d'une bulle, 5 213 milliards de dollars d'ABS privés ont été émis à l'été 2007 – autrement dit, des MBS créés à partir de prêts hypothécaires non conventionnels et de dettes liées à des cartes de crédit, à des prêts étudiant et

automobile. Sur ce total, le composant le plus dangereux – les titres adossés à des *subprimes* – représente 1 300 milliards de dollars. Si ce chiffre correspond « seulement » à 12 % du marché hypothécaire américain, il est le résultat d'une progression forte et continue depuis 2003. Sur la somme totale de 5 130 milliards de dollars, plus de 3 000 milliards ont été placés auprès d'investisseurs à long terme et 700 milliards ont été placés directement auprès de fonds d'investissement ou de banques d'affaires. Mais 1 173 milliards de dollars sont détenus par des banques qui les financent indépendamment de leur bilan en émettant des billets de trésorerie adossés à des actifs (ABCP). Par conséquent, ces produits deviennent le principal instrument à court terme sur le marché monétaire pour les investisseurs cherchant à placer des liquidités pendant moins de trois mois. Le marché des ABCP est même plus volumineux que celui des bons du Trésor à court terme émis par le gouvernement américain pour gérer sa trésorerie. S'il y a un biais par lequel la crise immobilière risque de se ramifier et de déclencher une crise financière mondiale, c'est bien celui-ci – les ABCP ou la rencontre des MBS privés et du financement de gros.

V

Chaque année en août, l'élite des banques centrales et de l'économie monétaire se réunit dans un hôtel de Jackson Hole, dans le Wyoming. En août 2005, le thème de cette conférence n'est pas la crise qui mijote sur le marché immobilier des États-Unis, mais une fête en l'honneur de président sortant de la Fed, Alan Greenspan. La plupart des interventions sont enjouées, conformément à cette occasion. Mais l'une d'elles se détache du lot : Raghuram G. Rajan, né en Inde mais complètement intégré à l'élite économique des États-Unis, professeur à l'école de commerce Chicago Booth et économiste principal au FMI, présente un article au titre hérétique – « Le développement de la finance a-t-il rendu le monde plus risqué[57] ? » L'économiste craint que l'expansion radicale de l'intermédiation financière moderne n'alimente un dangereux nouvel appétit pour le risque. Ce message n'est pas le bienvenu à la soirée d'adieu d'Alan Greenspan. Raghuram Rajan est rembarré par Larry Summers, successeur de Robert Rubin depuis 1999 au poste de secrétaire au Trésor. Ce dernier commence par se présenter comme « quelqu'un qui a beaucoup appris sur ce sujet auprès d'Alan Greenspan [et] qui trouve le postulat de cet article très malavisé à la fois simpliste et légèrement luddite[58] ». Souligner les risques du système financier moderne, particulièrement complexe, comme l'a maladroitement fait Raghuram Rajan, revient à demander des « restrictions » et d'autres « mesures politiques peu judicieuses ». Autant abandonner le transport aérien par peur des crashs.

Cette réponse de Larry Summers – pour qui la seule discussion des risques posés par le système inciterait de dangereuses réactions politiques et revenait à résister aux avancées technologiques – est emblématique de la campagne qui, depuis quarante ans, faisait pression pour déréguler le secteur. Les décisions précoces et cruciales remontaient à la réémergence d'un marché mondial des capitaux dans les années 1960, à

l'effondrement du système de Bretton Woods et à la déréglementation des taux d'intérêt et des flux de capitaux au début des années 1980[59]. Ce sont ces mesures qui avaient provoqué l'instabilité monétaire et précipité le choc des taux d'intérêt décidé par Paul Volcker. C'est ce bouleversement qui avait poussé à innover sur le marché immobilier et donné naissance aux nouvelles banques d'affaires hyperactives sur Wall Street. Les flux concurrentiels de capitaux sont le moteur qui a déclenché la suite. Robert Rubin et Larry Summers ont ajouté leur touche personnelle en proposant en 1999 la loi sur la modernisation des services financiers, qui a levé les dernières contraintes entravant la fusion des activités bancaires commerciales et d'investissement. Quelques mois après avoir quitté le secrétariat au Trésor, Robert Rubin est de retour à Citigroup. Il faut un peu plus longtemps à Larry Summers pour rejoindre Wall Street, mais moins d'un an après son altercation avec Raghuram Rajan à Jackson Hole, il intègre le fonds spéculatif D.E. Shaw au poste de directeur général à temps partiel.

La réaction de Larry Summers au discours de Raghuram Rajan est d'autant plus révélatrice que les tensions qui pèsent sur l'économie mondiale crèvent les yeux. Sur le plan de la stratégie macroéconomique, Larry Summers lui-même est prêt à tirer la sonnette d'alarme, ce qu'il fait dans son discours sur l'équilibre de la terreur financière. La recommandation la plus courante, consistant à durcir la politique budgétaire, aurait peut-être été utile. Mais ce diagnostic détourne l'attention loin du point de tension, le système financier. En effet, sous l'angle de la stabilité financière, il aurait sans doute été préférable que plus de titres AAA en circulation aient été de véritables bons du Trésor américain et non les produits de l'ingénierie financière. Dans l'analyse finale, il était pratique de concentrer l'argumentaire sur les agrégats macroéconomiques. Il était particulièrement facile d'exiger qu'un président républicain change de cap. Il était bien moins commode de remettre en cause le boom du cours

immobilier et l'édifice géant de Wall Street qui s'appuyait dessus.

Les partisans de ce système sont bien plus nombreux que leurs détracteurs, et pas seulement à Jackson Hole. Le lobby du secteur hypothécaire fait son boulot. David Lereah, économiste en chef de l'Association nationale des agents immobiliers (NAR), y contribue en publiant un livre intitulé *Why the Real Estate Boom Will Not Bust* (Pourquoi le boom immobilier ne finira pas en fiasco[60]). Les analystes conservateurs comme Larry Kudlow, rédacteur spécialiste de l'économie pour *National Review*, pestent contre « tous les gens obnubilés par la bulle, qui s'attendent à un effondrement des prix immobiliers à Las Vegas ou à Naples (Floride) risquant d'entraîner avec lui le consommateur, le reste de l'économie et l'ensemble du marché boursier[61] ». Larry Kudlow n'a nul besoin de s'inquiéter. Les autorités ne se pressent aucunement de limiter le boom.

Après le scandale Enron, un renforcement des régulations avait brièvement été envisagé. Certains avaient proposé que les banques mères des SIV hors bilan les étayent avec plus de capitaux. Cette seule menace avait suffi à interrompre la croissance du secteur des ABCP. Moody's a averti les investisseurs que les banques devraient peut-être se passer de l'une des sources de financement les plus faciles d'accès. Mais en juillet 2004, alors que les *subprimes* trouvent leur rythme de croisière, les organismes de régulation accordent une exemption définitive qui permet aux actifs détenus par les SIV de n'être étayés que par 10 % du capital qui aurait été nécessaire s'ils avaient figuré sur le bilan des banques concernées. C'est une mesure particulièrement intéressante pour les grandes banques commerciales comme Citigroup et Bank of America, qui sont soumises à une régulation relativement stricte des capitaux – un désavantage considérable par rapport aux banques d'affaires très peu réglementées. C'est après cette évolution réglementaire que le marché des ABCP explose, passant de 650 milliards de dollars à plus de mille milliards[62]. À l'été 2007, Citigroup garantit à elle seule 92,7 milliards de dollars d'ABCP, un chiffre suffisant

pour éliminer l'ensemble de ses fonds propres de première catégorie.

Cette initiative n'est pas aussi grandiose que la loi de 1999, mais c'est ce type de changement en apparence modeste qui libère la croissance du secteur bancaire parallèle. Il en va de même pour les mises en pension. Traditionnellement, ces opérations étaient limitées par le fait que les catégories d'actifs exemptes de suspension automatique en cas de faillite étaient restreintes aux titres garantis par le gouvernement américain et les agences, aux certificats de dépôts des banques et aux acceptations bancaires. Si ces classes de titres étaient proposées en garantie dans le cadre d'une mise en pension, elles pouvaient être immédiatement saisies en cas de faillite et toutes les pertes étaient compensées. En 2005, la loi sur la prévention des abus de déclaration de faillite et sur la protection des consommateurs accorde aux créanciers une bien meilleure protection contre les emprunteurs en défaut de paiement, ce qui, ironiquement, les encourage à prêter. Mais la loi élargit aussi la garantie pour les opérations de pension assortie d'une protection spécifique, de manière à inclure les prêts hypothécaires et les titres liés à des créances hypothécaires. Il n'est nullement surprenant qu'après l'entrée en vigueur de ce texte, on assiste à un pic des mises en pension bilatérales garanties par des actifs non conventionnels[63].

La Fed aurait-elle pu contenir la bulle grâce à une politique plus stricte des taux d'intérêt ? Au début des années 2000, ce sont les coupes d'Alan Greenspan qui ont déclenché la forte hausse des prêts hypothécaires. D'ailleurs, Alan Greenspan avait bien l'intention de déclencher un boom de la renégociation afin que l'économie se remette de la bulle Internet et des attentats du 11 septembre. Mais la Fed n'apprécie pas l'évolution structurelle de la machine hypothécaire provoquée par cette vague de renégociations. Dès 2004, il est clair qu'il est temps de rehausser les taux. En dix-sept petits pas, la Fed fait passer les taux d'1 % en 2004 à 5,25 % en juin 2006. Ce sont des ajustements progressifs et

non une politique du choc. Le boom immobilier progresse avec le même dynamisme, tout comme la demande mondiale d'actifs américains sans risque et l'expansion du secteur bancaire parallèle. Au printemps 2006, au grand désespoir de nombreux analystes, le résultat est une inversion de la courbe des rendements. Les taux à long terme sont plus bas que les taux à court terme fixés par la Fed. C'est généralement mauvais signe. Ce renversement signifie que le modèle habituel de financement bancaire consistant à emprunter à court terme et à prêter à long terme n'a plus aucun sens.

À terme, cette inversion de la courbe des rendements aurait pu suffire à créer une récession. Mais ce n'est ni Alan Greenspan, ni Ben Bernanke qui signent l'arrêt de mort du boom immobilier. Ce dernier se saborde lui-même. En 2005 au plus tard, il est clair que la dette hypothécaire de mauvaise qualité est une bombe à retardement. Nombre des *subprimes* reposent sur des emprunts assortis d'un remboursement forfaitaire et dont les mensualités augmentent fortement après une période de deux ou trois ans. En 2007, le prêt à taux variable classique aux États-Unis, qui a la préférence des emprunteurs à faibles revenus, passe d'un taux annuel de 7-8 % à 10-15 %[64]. Comme s'en rendent compte des traders tels que Greg Lippmann de la Deutsche Bank, entre août 2006 et août 2009, 738 milliards de dollars en prêts hypothécaires subissent un « choc des paiements[65] ». À mesure qu'arrivent à échéance des mensualités assorties de taux relevés, une vague de défaut de paiements est plus ou moins inéluctable. Une fois ce phénomène lancé, la fin de la hausse des prix immobiliers n'est qu'une question de temps, tout comme la contraction du marché : à terme, des millions d'investissements immobiliers spéculatifs tourneraient mal. Des familles perdraient leur logement. Des milliers de MBS subiraient un défaut de paiement et tous ceux qui avaient une assurance feraient fortune. Dans le long document de Greg Lippmann rédigé pour la Deutsche Bank, où il suggère de vendre des MBS à découvert, il n'y a aucune mention d'un durcissement

de la Fed. La machine à *subprimes* contient un minuteur pour provoquer cette contraction. À moins que les prix des logements ne continuent d'augmenter à des taux records, il se déclencherait sans aucune hésitation pour interrompre brutalement cette période de vaches grasses.

Ce sont les débuts de cette contraction que ressentent les populations les plus défavorisées aux États-Unis dès 2006. Les taux de défaut de paiement augmentent. Sous peu, la note AAA accordée aux CDO de la pire qualité est mise en cause. Pour en tirer avantage, de plus en plus d'investisseurs anticonformistes lancent une stratégie de « grande vente à découvert » qui les rendra célèbres. Les organismes qui font ce pari sont notamment Greg Lippmann de la Deutsche Bank, J.P. Morgan et Goldman Sachs, ainsi qu'un petit groupe de fonds spéculatifs. Pour ce faire, ils achètent des CDS, des dérivés conçus pour protéger leur porteur contre le défaut de paiement. Voyant venir le naufrage, ces investisseurs réservent des places sur le canot de sauvetage. Ils pouvaient conserver leur assurance jusqu'à ce que les obligations ne soient pas remboursées et qu'ils touchent leur indemnisation, ou ils pouvaient vendre très cher leurs positions à des prêteurs cherchant désespérément une protection contre le défaut. Tout dépend du déroulement des événements et la difficulté consiste à obtenir des financements. Acheter à long terme des CDS alors que l'opinion majoritaire alimente encore la croissance du marché est une proposition coûteuse et stressante. Le dernier pic de contrats reposant sur les ABCP et les mises en pension vient de se terminer. Pendant l'été 2007, le P-DG de Citigroup, Chuck Prince, affirme encore aux journalistes que « tant qu'il y a de la musique, il faut danser. Nous dansons encore[66] ». Que se passera-t-il quand la musique s'arrêtera ?

Chapitre 3

LA FINANCE TRANSATLANTIQUE

Les Américains se plaisent à penser que leurs problèmes sont américains et les autres s'empressent de concourir. À mesure que la catastrophe hypothécaire se propage comme un virus mortel dans toutes les villes américaines en 2007 et 2008, les commentateurs européens choisissent d'y voir une crise américaine nationale. Le capitalisme financier « sauvage », comme la guerre en Irak et le refus de croire au dérèglement climatique, fait partie d'une variante anglo-américaine toxique de la modernité[1]. Quand la tempête éclate en 2008, il ne fait aucun doute que les personnalités politiques européennes se réjouissent de ce malheur. Les discours polis prononcés à l'ONU sont superficiels. Le 16 septembre 2008, alors que Wall Street s'enfonce dans l'abîme, le ministre des Finances du SPD – l'intraitable Peer Steinbrück – se présente devant le Bundestag pour annoncer que le système financier mondial est confronté à une crise née aux États-Unis et qui a jusqu'à présent épargné l'Allemagne. « L'idéologie américaine du laisser-faire », en vigueur durant la crise des *subprimes*, « est aussi simpliste qu'elle est dangereuse », déclare-t-il devant les parlementaires allemands. Confiant, il s'attend à ce que les États-Unis renoncent sous peu à leur rôle de superpuissance financière[2]. Le président français, Nicolas Sarkozy, est tout aussi ravi. Rentré de New York le 25 septembre, celui qui était considéré comme un véritable disciple du capitalisme atlantique déclare à Toulon que « L'idée que les marchés ont toujours raison était une idée folle. […] Le laisser-faire, c'est fini. Le marché qui a toujours raison, c'est fini[3]. » Et si quelqu'un se demande encore d'où vient cette folle idée, Giulio Tremonti, ministre des Finances du gouvernement de Silvio Berlusconi, affirme carrément que le système bancaire

de l'Italie ne serait pas affecté, car « il ne parle pas anglais[4] ». Cette version a le mérite d'être pratique, mais elle revient aussi à faire preuve d'aveuglement. Le système américain de l'hypothèque titrisée avait dès le départ été conçu pour attirer des capitaux étrangers sur les marchés financiers des États-Unis et les banques étrangères n'avaient pas tardé à saisir cette occasion.

I

Depuis les années 1980, les Américains s'étaient habitués à l'idée que les Asiatiques – d'abord les Japonais, puis les Chinois – étaient les détenteurs de leur dette souveraine. C'est ce qui inquiétait les membres du Hamilton Project. Mais personne ne s'était rendu compte que les étrangers possédaient une part considérable des logements américains. En 2008, environ un quart des prêts hypothécaires titrisés sont détenus par des investisseurs étrangers. Le portefeuille de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) de Fannie Mae et Freddie Mac, soit 5 400 milliards de dollars, est financé à hauteur de 1 700 milliards de dollars par la vente de titres à des étrangers. L a Chine est de loin le principal investisseur étranger des obligations de Fannie Mae et Freddie Mac, soit un total estimé à 500 ou 600 milliards de dollars[5]. Mais pour ce qui est du segment plus risqué des hypothèques titrisées, ce sont les Européens et non les Asiatiques qui sont en tête[6].

Des investisseurs européens détiennent environ 29 % des MBS non conformes et présentant un risque élevé, c'est-à-dire ceux qui ne sont pas garantis par Fannie Mae ou Freddie Mac[7]. En 2006, à l'apogée du boom de la titrisation hypothécaire aux États-Unis, un tiers des nouveaux MBS privés sont garantis par des banques britanniques ou européennes[8]. Le segment de la chaîne de titrisation où les banques européennes jouent un rôle de la plus haute importance est aussi le maillon faible de cette chaîne, soit les ABCP. À l'été 2007, Citigroup est l'établissement le plus engagé dans les SIV hors bilan, mais ce sont les banques européennes qui dominent le marché. Au total, deux tiers des billets de trésorerie émis ont un sponsor européen, dont 57 % des billets de trésorerie libellés en dollars. Les banques européennes ont bonne réputation auprès des agences de notation, mais elles n'ont pas d'importants dépôts en dollars. Pour profiter du boom des MBS, elles doivent faire appel au marché de gros.

Localisation du sponsor de l'ABCP et monnaie utilisée pour le financement (en millions de dollars)

Monnaie / Localisation du sponsor	USD	Euro	Yen	Autre	Total
Belgique	30 473	4 729	0	0	35 202
Danemark	1 796	0	0	0	1 796
France	51 237	23 670	228	557	75 692
Allemagne	139 068	62 885	0	2 566	204 519
Italie	1 365	0	0	0	1 365
Japon	18 107	0	22 713	0	40 820
Pays-Bas	56 790	65 859	0	3 116	125 765
Suède	1 719	0	0	0	1 719
Suisse	13 082	0	0	0	13 082
Royaume-Uni	92 842	62 298	0	3 209	158 349
États-Unis	302 054	0	0	2 996	305 050
Total	**714 871**	**219 441**	**22 941**	**12 444**	**969 697**

Source : Viral V. Acharya et Philipp Schnabl, « Do Global Banks Spread Global Imbalances ? Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007-09 », *IMF Economic Review,* vol. LVIII, n° 1, 2010, p. 37-73, figure 15. À partir de données de Moody's.

Parmi les sponsors européens, les institutions financières allemandes occupent une position de premier choix et le type de banque allemande qui participe est remarquable. La Deutsche Bank, un géant allemand, occupe un rôle de premier plan sur Wall Street. Ce n'est pas pour rien qu'elle apparaît en si bonne place dans le best-seller de Michael Lewis sur la crise, *Le Casse du siècle*, ou dans l'enquête menée par la suite par le Sénat américain[9]. Dresdner Bank, deuxième établissement bancaire du pays, est aussi très présent aux États-Unis. Mais ce sont les banques régionales plus modestes, les Landesbanken, qui se sont jetées tête la première dans l'aventure américaine. Au début des années 2000, à l'insistance de Bruxelles, les Landesbanken

sont privées de leur monopole sur les petites et moyennes entreprises. Elles réagissent en misant sur des manipulations financières risquées. Les banques de l'ancien cœur industriel de l'Allemagne, comme Sachsen-Finanzgruppe, WestLB et IKB à Düsseldorf, font des investissements immobiliers extrêmement risqués aux États-Unis. L'endettement d'au moins quatre sponsors allemands – Sachsen-Finanzgruppe, WestLB, IKB et Dresdner Bank – sur le marché des ABCP prend une telle ampleur qu'il pourrait liquider plusieurs fois leurs fonds propres.

Les banques européennes ne se contentent pas non plus des transactions reposant sur des titres. Les Européens adoptent les coutumes du milieu et copient leurs homologues américains : ils intègrent la chaîne d'approvisionnement de manière à contrôler le montage financier des prêts hypothécaires. Après tout, si une banque d'affaires peut le faire sur Wall Street, pourquoi une banque européenne ayant une bonne connaissance des activités bancaires commerciales ne pourrait-elle pas en faire autant ? À partir du milieu des années 1990, des banques telles que la Britannique HSBC investissent énormément sur le marché hypothécaire américain. En 2005, elles peuvent se vanter d'avoir administré 450 000 prêts hypothécaires, pour un total de 70 milliards de dollars[10]. Le Crédit Suisse a créé un département pour administrer les prêts hypothécaires américains, lequel alimente l'une des plus importantes opérations de titres de créance garantis (CDO) pour des titres adossés à des actifs au début des années 2000[11]. La Deutsche Bank a des liens étroits avec les géants Countrywide et AmeriQuest. En 2006, la banque allemande achète deux établissements spécialistes des *subprimes*, MortgageIT Holdings et Chapel Funding LLC. Un communiqué de presse de la Deutsche Bank se vante que devenir propriétaire de ces organismes situés au bas de la pyramide américaine du crédit offrira « des avantages concurrentiels considérables, comme l'accès à une source régulière de produits à distribuer sur les marchés de capitaux hypothécaires[12] ». Comme l'objectif est de créer des CDO à rendement élevé, c'est précisément

les reliquats du marché hypothécaire qui sont les plus intéressants.

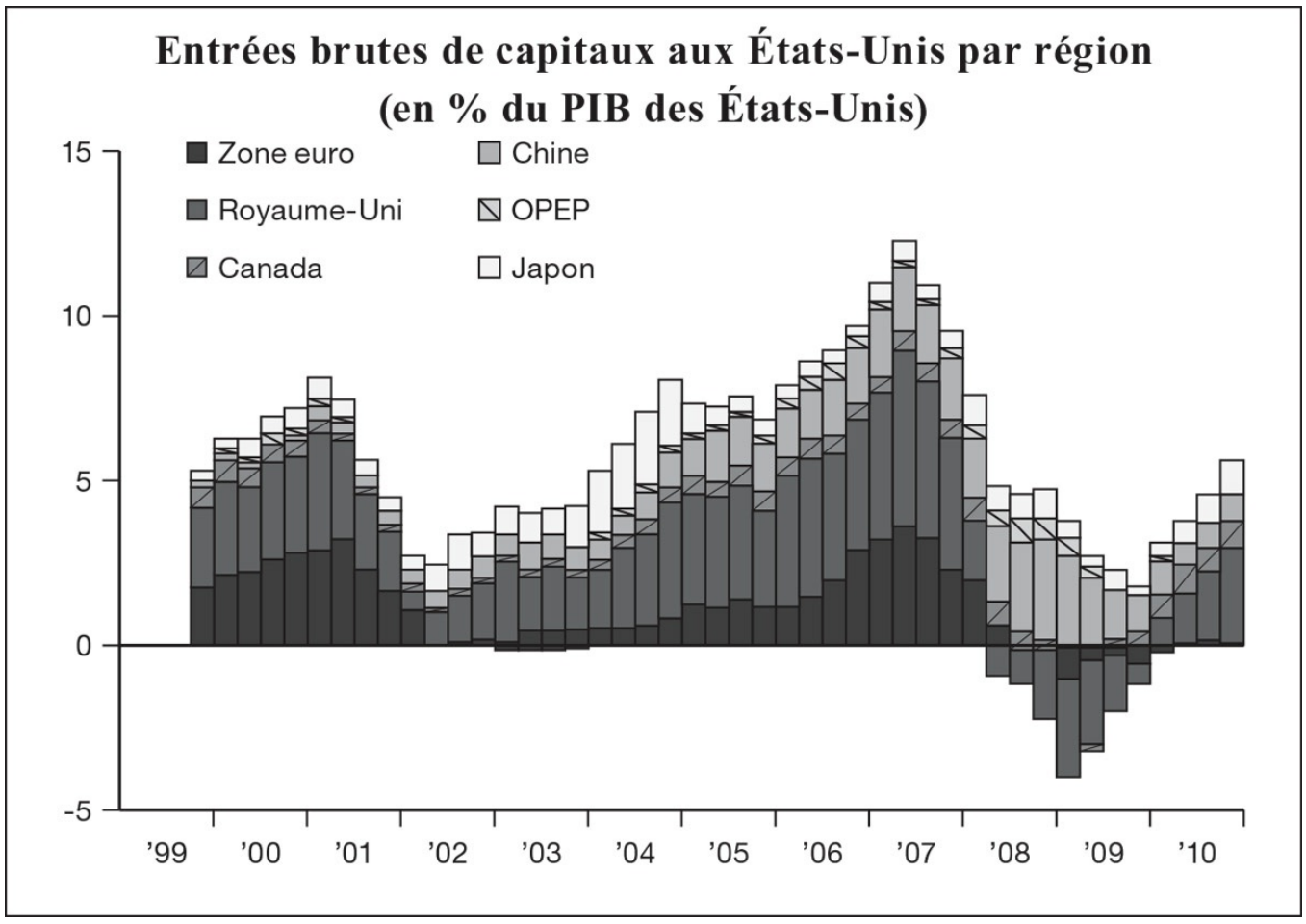
II

Comment est-ce possible ? On comprend aisément pourquoi l a Chine achète des créances aux États-Unis. Son excédent commercial est colossal, dont les recettes en dollars sont rachetées par ses autorités financières et investies dans des bons du Trésor américain, donnant ainsi naissance au scénario que Larry Summers appelle « l'équilibre de la terreur financière ». Mais parmi ceux qui s'inquiètent des déséquilibres macroéconomiques mondiaux dans les années 2000, l'Europe est rarement mentionnée. L'excédent des comptes courants de l'UE avec les États-Unis est modeste par rapport à celui de la Chine. Dans l'ensemble, la trésorerie européenne est dans une situation de déficit modeste. Les monnaies européennes ne sont pas rattachées au dollar. Aucune instance à Bruxelles n'accumule des actifs étrangers dans le cadre d'une stabilisation monétaire, il n'y a aucun fonds souverain allemand. Comment les banques européennes finissent-elles par détenir une si grande part de la dette hypothécaire américaine ?

En deux mots, les banques européennes fonctionnent tout comme leurs intrépides homologues américains. Elles empruntent des dollars pour prêter des dollars. Et l'ampleur de cette activité est mise au jour en regardant non pas le flux *net* de capital qui entre et sort des États-Unis (les entrées moins les sorties), qui se répercute par un déficit ou un excédent commercial, mais au flux *brut*, qui enregistre les quantités d'actifs achetés et vendus dans chaque direction. Comme le révèlent les données sur les entrées brutes, ce sont les Européens et non les Asiatiques qui sont de loin les principaux acquéreurs d'actifs américains, de loin les principaux bailleurs étrangers des États-Unis avant la crise. En 2007, environ deux fois plus d'argent transite entre le Royaume-Uni et les États-Unis que depuis la Chine.

Avant 2008, on peut raisonnablement interpréter le flux financier net de l'Asie vers les États-Unis comme l'équivalent du

déficit commercial des États-Unis avec l'Asie. Au contraire, les flux financiers entre l'Europe et les États-Unis constituent un système circulatoire financier tout à fait indépendant des liens commerciaux entre ces deux continents. Dans le Pacifique, de l'Asie vers les États-Unis, l'argent circule dans un seul sens. Dans le système financier nord-atlantique, l'argent circule dans les deux sens ; il entre et sort des États-Unis. C'est conforme à la logique du modèle bancaire reposant sur le marché. Les banques européennes n'ont pas de filiales réparties dans tous les États-Unis. Mais une société sur Wall Street comme Lehman Brothers n'en a pas non plus. C'était toute la beauté de ce modèle : on emprunte des dollars sur Wall Street pour financer un portefeuille d'hypothèques issues des quatre coins des États-Unis.



Source : Claudio Borio et Piti Disyatat, « Global Imbalances and the Financial Crisis : Link or No Link ? », document de travail n° 346 de la BRI, 2011, graphique 6.

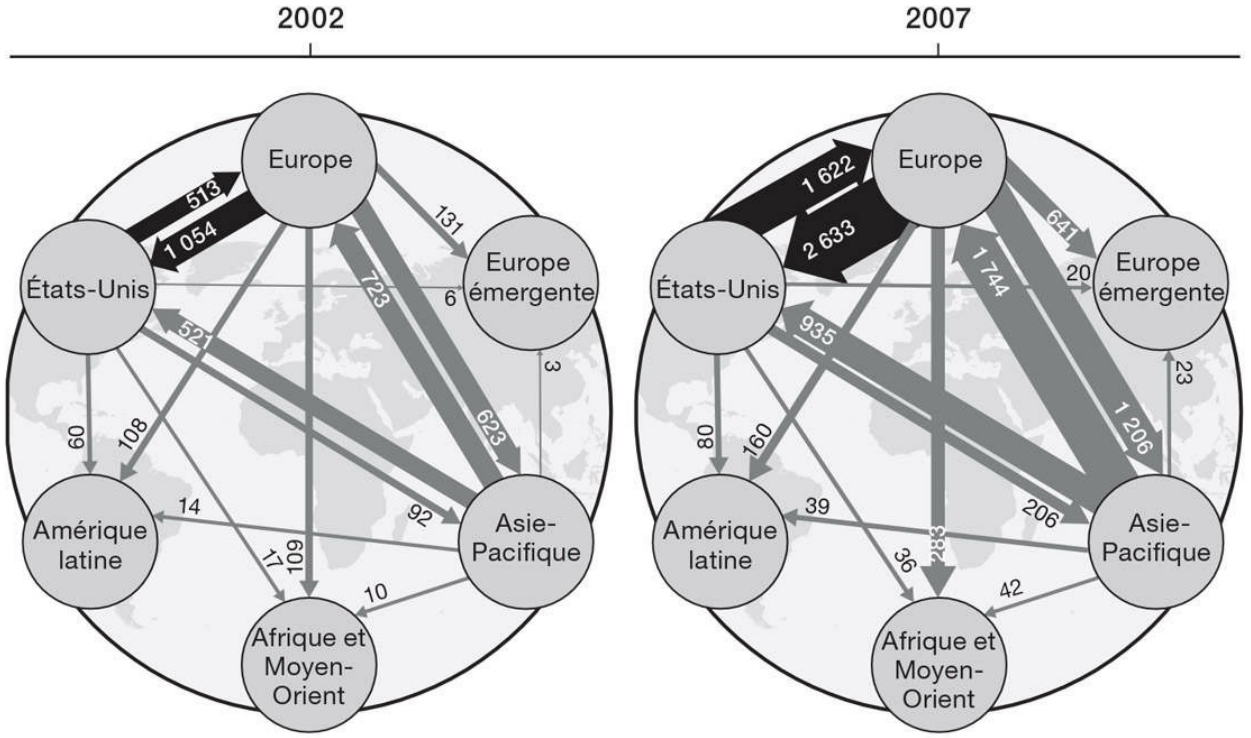
Le marché des ABCP est la vitrine de ce système transatlantique. Les intermédiaires de ce marché créent des lots d'actifs titrisés issus des États-Unis et de l'Europe[13]. En utilisant ces titres comme garantie, ils émettent ensuite des billets de trésorerie à court terme, qui sont achetés par les gestionnaires de fonds de trésorerie aux États-Unis. En 2008, mille milliards de dollars, soit la moitié des fonds communs de placement monétaires de première catégorie et indépendants du gouvernement des États-Unis, sont investis dans la dette et les billets de trésorerie des banques européennes et de leurs instruments[14]. Très souvent, il s'agit simplement de déplacer un papier d'un bureau à un autre sur Wall Street, l'une des adresses étant celle d'une banque européenne. En revanche, des centaines de milliards de dollars empruntent un itinéraire plus sinueux. Ils sortent des États-Unis par les filiales de banques étrangères à New York et se dirigent vers les sièges de banques européennes, d'où ils sont redirigés aux États-Unis afin d'être investis, en passant parfois par un paradis fiscal comme Dublin ou les îles Caïman[15]. C'est la rotation de cet axe financier transatlantique qui propulse l'accélération de la mondialisation financière au début du XXIe siècle.

Les bilans multidevises des banques européennes jouent un rôle crucial dans la gestion de ces flux. Pour en comprendre la nature, prenons l'exemple d'une banque allemande désireuse de participer aux activités hypothécaires lucratives des États-Unis. La banque n'a pas de dépôt en dollars. Son passif existant – les dépôts, les obligations émises et les emprunts à court terme – est en euros. Cette banque allemande a donc un problème de financement si elle souhaite émettre des prêts en dollars. Mais à cet égard, elle est dans le même cas qu'une banque d'affaires installée à Wall Street. Pour encaisser leur part de profits liés à la vague de titrisation américaine, les banques européennes échangent une partie de leurs euros contre des dollars (option n° 1), maintiennent une position longue en dollars ou spéculent au moyen des accords de *swap* (option n° 2).

La banque allemande peut aussi emprunter directement aux États-Unis (option n° 3), notamment à un fonds commun de placement monétaire américain qui souhaite gagner un peu plus que les rendements proposés par les bons du Trésor, maintenant que les Chinois les achètent. La banque allemande sera ainsi dotée d'un bilan où figurent des passifs et des actifs ayant différentes maturités et libellés dans diverses monnaies. Ses interlocuteurs sont une banque ou une autre entreprise qui a prêté des dollars en échange d'euros (si elle a choisi les options de financement n° 1 ou 2), ou un fonds commun de placement monétaire américain qui détient des dettes en dollars émises par une banque allemande (option n° 3). Sur les statistiques nationales de la balance des paiements, des emprunts à destination et en provenance des États-Unis apparaissaient sur les comptes d'une même banque. On pouvait calculer les flux nets pour identifier combien, dans l'ensemble, entrait ou sortait dans un sens ou dans l'autre, mais ça n'indiquait aucunement l'ampleur des engagements de chaque côté. C'est comme remarquer que deux éléphants assis de chaque côté d'une balançoire à bascule permettent d'arriver à l'équilibre : ça n'est pas faux, mais ce n'est pas une description pertinente des forces en jeu.

L'essor de la Chine domine les perceptions contemporaines de la mondialisation au XXIe siècle. Et le déséquilibre qui attire le plus l'attention est celui opposant la Chine et les États-Unis. Les inquiétudes géopolitiques, l'équilibre de la terreur financière formulé par Larry Summers, le trop-plein d'épargne avancé par Ben Bernanke – tout pointe dans la même direction. Mais si nous cartographions non pas les flux annuels, mais les créances bancaires transfrontalières, il apparaît d'autant plus clairement que la vision sino-américaine des origines de la crise est unilatérale. L'axe central de la finance mondiale n'était pas américano-asiatique, mais américano-européen. En effet, sur les six principaux liens du réseau de créances bancaires transfrontalières, cinq comprennent un élément européen.

La mondialisation financière repose sur l'Europe : créances bancaires transfrontalières (en milliards de dollars)



Note : L'épaisseur des flèches indique le volume de l'encours des créances. La direction des flèches montre celle des créances : les flèches allant de la région A vers la région B indiquent des prêts émis par des banques de la région A, à destination d'emprunteurs de la région B.

Source : Stefan Avdjiev, Robert N. McCauley et Hyun Song Shin, « Breaking Free of the Triple Coincidence in International Finance », *Economic Policy*, vol. XXXI, n° 87, 2016, p. 409-451, graphique 6.

Les créances bancaires européennes sur les États-Unis sont le principal maillon du système, suivies des créances asiatiques sur l'Europe et des créances américaines sur l'Europe. Les créances européennes sur l'Asie surpassent largement les liens américano-asiatiques dont il est si souvent question. Les créances de l'Europe occidentale sur l'Europe de l'Est, un marché émergent, représentent à elles seules le triple des créances américaines sur l'Asie. Il est aussi notable que les investisseurs du Moyen-Orient, riches en pétrole et en gaz, préfèrent acheminer leurs fonds via l'Europe au lieu de

les injecter directement aux États-Unis. Cette méthode remonte aux années 1970 et s'accentue quand Bush lance sa politique agressive qu'il appelle « guerre contre le terrorisme ». Les centres financiers européens sont une voie sans danger par laquelle des fonds venus d'Asie et du Moyen-Orient sont ensuite redirigés pour contribuer à des investissements plus spéculatifs aux États-Unis. Ce n'est pas pour rien que la Chine préfère faire passer par la Belgique nombre de ses créances sur les États-Unis. Ce faisant, le système financier européen finit par fonctionner, selon les termes employés par les analystes de la Fed, comme un « fonds spéculatif mondial », qui emprunte court et prête long[16].

Ce point suggère un autre angle crucial de notre argumentaire. S'il est trompeur de créer une image de la mondialisation financière reposant sur la balance commerciale sino-américaine, il l'est tout autant de la réduire à la titrisation américaine embarquant dans son tourbillon des parties étrangères. D'ailleurs, l'ensemble de la structure des activités bancaires internationales au début du XXIe siècle est transatlantique. La nouvelle Wall Street n'est pas géographiquement confinée à la pointe sud de Manhattan. C'est un système nord-atlantique. Le deuxième centre, détaché mais absolument inséparable de New York, est la City de Londres[17]. Au XIXe siècle, à l'époque de l'étalon-or et de l'Empire britannique, Londres était une capitale à part entière de la finance mondiale. À partir des années 1950, la City de Londres devient le principal centre mondial du financement offshore en dollars.

III

Après la Seconde Guerre mondiale, le système monétaire créé par les accords de Bretton-Woods a cherché à restreindre les flux de capitaux spéculatifs, donnant ainsi au ministère américain des Finances et à la Fed la mainmise sur la situation. L'objectif est de limiter l'instabilité monétaire et de gérer la pénurie mondiale de dollars, mais pour ce faire, les autorités américaines doivent appliquer le type de mesures que l'on associe aujourd'hui à la Chine. Ce sont des entraves au secteur bancaire privé. À partir des années 1950, avec la coopération des autorités britanniques, la City de Londres devient un centre financier qui contourne ces régulations[18]. Les banques britanniques, américaines, européennes puis asiatiques commencent aussi à se servir de Londres comme centre de dépôts et de prêts en dollars non réglementés. Les États communistes sont parmi les premiers à utiliser ces comptes en « eurodollars », car ils veulent que les recettes de leurs exportations passent inaperçues du Trésor américain. Ils lancent ainsi une tendance. Dès les années 1960, les comptes en eurodollars de Londres sont le cadre fondamental d'un marché financier mondial qui échappe largement aux réglementations. Par conséquent, ce que nous qualifions aujourd'hui d'hégémonie financière américaine a une géographie complexe. Elle n'est pas plus réductible à Wall Street que la fabrication d'iPhones peut être réduite à la Silicon Valley. L'hégémonie du dollar émerge par le biais d'un réseau. C'est en passant par Londres que le dollar devient une monnaie mondiale[19].

Propulsés par la quête du profit et l'influence des banques, les dollars offshore sont dès le départ une force qui change la donne. Peu importe la valeur officielle du dollar dans le cadre de Bretton Woods, c'est la pression qu'ils exercent qui rend l'étalon-or de plus en plus intenable. Quand l'abandon définitif de Bretton Woods coïncide, en 1973, avec la forte hausse des recettes en dollars de l'OPEP, la ruée d'argent offshore sur

les comptes en eurodollars de Londres se transforme en tsunami. Au début des années 1980, le Royaume-Uni et les États-Unis ont aboli toute forme de restriction sur les flux de capitaux, ce qui est suivi, en octobre 1986, par un « Big Bang » de la libéralisation adopté par Margaret Thatcher. La City de Londres s'ouvre alors pleinement aux investissements extérieurs : des structures multiséculaires ressemblant plus à des confréries sont sacrifiées pour répondre à l'impératif de créer un centre financier véritablement mondial. En une décennie, les banques d'affaires britanniques sont absorbées par leurs concurrentes américaines et européennes[20]. Des capitaux américains, asiatiques et européens affluent. Ces changements concernent certes les régulations et des flux financiers colossaux, mais ils nécessitent aussi la réorganisation physique du cœur médiéval de la City. Pour accueillir les locaux gigantesques et les équipements électroniques nécessaires aux transactions boursières, dont ont besoin les banques mondiales, des magnats canadiens de l'immobilier entreprennent la construction d'un complexe de bureaux de grande ampleur dans le quartier postindustriel abandonné de Canary Wharf. En avril 2004, Gordon Brown inaugure cérémonieusement les nouveaux locaux de Lehman Brothers au 25 Bank Street[21]. Pendant ce temps, le secteur émergent des fonds spéculatifs trouve un foyer confortable à Mayfair, où l'assureur américain AIG installera plus tard sa tristement célèbre division des produits financiers.

Pour beaucoup des transactions mondiales les plus rapides, Londres – et non Wall Street – a la préférence des investisseurs. En 2007, 35 % de l'activité mondiale de change, soit la somme ahurissante de mille milliards de dollars par jour, est gérée par des systèmes informatiques à la City[22]. Les banques européennes en sont les principales protagonistes. Londres est aussi le centre des dérivés à taux d'intérêt hors cote, un moyen de se prémunir contre le risque des fluctuations des taux et un complément essentiel des mises en pension. Sur un marché annuel des dérivés de taux d'intérêt surpassant 600 000 milliards de dollars,

Londres en voit passer 43 %, contre 24 % pour New York[23].

Dix ans après le Big Bang de Margaret Thatcher, face aux fortes pressions que subit le secteur bancaire local, le gouvernement New Labour de Tony Blair entreprend de poursuivre l'optimisation du cadre réglementaire de la City[24]. Neuf organismes spécialisés de régulation sont regroupés en une seule instance, l'Autorité des services financiers (FSA). La supervision des services financiers n'a jamais été si réduite. Le ministre des Finances de Tony Blair, Gordon Brown, se vante que la FSA offre « des régulations non seulement légères, mais limitées[25] ». La FSA est chargée d'atteindre ses « objectifs de la manière la plus efficiente et efficace ». « Ne pas nuire à la position concurrentielle du Royaume-Uni » est sa principale priorité[26]. La FSA doit appliquer une analyse coûts-avantages à ses interventions et comparer ses activités à celles des autres pays[27]. Il n'est donc pas surprenant, au vu de ce mandat, que le nombre d'agents de la FSA ait été de loin inférieur à celui de ses homologues américains. Howard Davies, premier président de la FSA, l'avait ainsi résumé en des termes libertariens : « La philosophie de la FSA, dès sa création, est la suivante : "Ce sont des adultes consentants en privé ? C'est leur problème[28]." » Le genre de choses qui est possible à Londres mais pas à New York est illustré par les droits de réutilisation des garanties ou réhypothécation.

Lors d'une mise en pension, principale source flexible de fonds pour les banques d'affaires, les courtiers se servent de titres comme garantie, en échange de liquidités. Que faire avec leur stock considérable de garanties ? Pourquoi ne pas les utiliser comme garantie dans le cadre d'autres accords de pension, cette fois au nom du courtier lui-même, appelés opérations de cession temporaire ? Aux États-Unis, au titre de restrictions datant de 1934, les droits de réutilisation de garantie sont strictement limités à 140 % des garanties détenues. Au Royaume-Uni, la « réhypothécation » de garanties n'a pas de limite. Par conséquent, selon des enquêtes menées par une équipe

d'analystes du FMI, la City devient « une plateforme permettant des ratios d'endettement plus importants qu'aux États-Unis ». L'ampleur de cette activité est considérable. Selon l'équipe du FMI, en passant par Londres, les principales banques européennes et américaines atteignent une multiplication des garanties de 400 %, soit environ 4 500 milliards de dollars de financement supplémentaire qui, concrètement, sont fabriqués de toutes pièces[29].

La libéralisation du Royaume-Uni affranchit non seulement les marchés britanniques, mais sert aussi de levier pour éjecter les réglementations en vigueur ailleurs dans le monde. Les échanges d'information des deux côtés de l'Atlantique entraînent un allègement progressif des restrictions aux États-Unis comme en Europe[30]. Les célèbres décisions américaines de libéralisation prises par le gouvernement de Bill Clinton à la fin des années 1990, qui abrogent les dernières restrictions financières datant du New Deal, sont prises dans un contexte particulier. Le nom du texte, « loi sur la modernisation des services financiers », n'est pas une coïncidence. Les États-Unis veulent mettre en œuvre une vision spécifique de la finance moderne et elle est définie par la concurrence mondiale, avant tout par la City. Au moment de défendre cette législation, le sénateur démocrate Charles Schumer (New York) affirme que les enjeux sont « l'avenir de l'Amérique comme centre financier dominant le monde ». Si le Congrès n'adopte pas ce projet de loi, Londres, Francfort ou Shanghai auront l'avantage[31]. New York a certes tout à y gagner, mais ça ne doit empêcher personne de penser en termes de champion de la nation. Personne n'a participé plus activement à la création du marché mondial londonien que les expatriés américains qui travaillent dans les bureaux londoniens des grandes banques de Wall Street. Wall Street veut obtenir le droit de rapporter aux États-Unis les pratiques aventureuses développées entre « adultes consentants » à Londres.

Les Américains ne sont pas non plus les seuls à travailler à

Londres. Les responsables politiques européens et les critiques culturels sont peut-être sceptiques face à la finance « anglo-saxonne » en roue libre. Mais cette interprétation minimise le rôle essentiel des Européens dans la construction de la finance mondiale. À partir des années 1980, les banques suisses, allemandes, françaises et néerlandaises commencent à se faire une place dans la City grâce à de très nombreuses acquisitions. Londres est généralement leur tremplin pour se lancer sur les marchés des États-Unis. En 1989, la Deutsche Bank achète le Morgan Grenfell Group avant d'acquérir la Bankers Trust aux États-Unis en 1999, puis Scudder Investments, une société américaine de gestion d'actifs, en 2002. Peu après, la première banque allemande annonce que l'anglais est sa langue de travail officielle. De son côté, le Crédit Suisse est une exception, car il commence par acheter First Boston en 1990 avant de se réorganiser sous le nom de CSFB en 1996-1997, quand il rachète la société londonienne BZW à Barclays. La Dresdner Bank, en Allemagne, achète Kleinwort Benson en 1995 avant de racheter une petite mais très influente banque d'affaires, Wasserstein Parella, en 2001. Dans les années 1980, la société londonienne Hoare Govett, pilier de la City, est vendue à Security Pacific avant d'être rachetée par le géant bancaire néerlandais ABN AMRO, qui deviendra le principal émetteur européen d'ABCP avant d'être racheté et démantelé par un consortium paneuropéen. La banque suisse UBS-SBC acquiert S. G. Warburg à Londres en 1995. En 1997, elle continue en achetant Dillon, Read & Co, une banque d'affaires new-yorkaise. Après l'échec de la fusion avec Merrill Lynch en 1999, UBS achète le gestionnaire d'actifs PaineWebber. Grâce à la forte croissance de ses activités monétaires et à revenu fixe, le P-DG d'UBS, Marcel Ospel, annonce en juin 2004 qu'il veut faire de la banque suisse non seulement le meilleur gestionnaire de patrimoine, mais aussi la première banque d'affaires au monde[32]. UBS n'atteint jamais cet objectif, mais son gigantesque site installé dans le Connecticut réussit à faire de la banque le troisième émetteur de CDO adossés

à des MBS privés, après Merrill Lynch et Citigroup, et le leader du segment le plus risqué d'ABS.

Au total, en 2007, la City héberge 250 banques étrangères et filiales bancaires, soit le double de New York [33]. Mais l'empreinte des Européens à Wall Street est indiscutable. Sur les vingt principaux courtiers-négociants à New York, douze appartiennent à des étrangers et ils détiennent 50 % des actifs[34]. Ce sont les principaux concurrents. Mais l'intrépidité financière européenne se manifeste de manières très différentes. Et elle n'est pas confinée à l'axe formé par la City et Wall Street. À partir des années 1980, Dublin entreprend de devenir une juridiction où les impôts et les restrictions sont réduits, attirant ainsi des banquiers d'Europe et d'Amérique du Nord. Un bon exemple est celui de la banque allemande Depfa. Fondée en 1922 sous la république de Weimar par le gouvernement prussien afin de fournir des prêts immobiliers subventionnés, Depfa s'installe en 2002 au Centre international de services financiers de Dublin afin de tirer parti du droit fiscal avantageux de l'Irlande. Sous peu, Depfa est connue partout dans le monde pour ses audacieux financements d'infrastructures : elle accorde des crédits à la ville espagnole de Xérès, donne des conseils financiers à Athènes et finance un palais des congrès à Dublin et une autoroute à péages entre Tijuana et San Diego. Elle investit dans la caisse de retraite des enseignants de l'État du Wisconsin et finance le pont Golden Ears à Vancouver. Au moment de la crise, l'ensemble des actifs de Depfa atteint d'après Moody's 218 milliards de dollars, soit un tiers de Lehman Brothers[35]. Cette expansion phénoménale n'a pas lieu grâce aux fonds propres de Depfa, car elle en a peu au départ. Depfa s'agrandit comme d'autres banques modernes qui s'appuient sur le marché. Elle emprunte pour prêter. Et elle engrange des profits généreux grâce à cette stratégie. Ces profits sont d'ailleurs si généreux qu'elle attire l'attention de Hypo Real Estate, un prêteur immobilier de Munich. Ce dernier cherche à diversifier son profil de risque et en juillet 2007, il finalise le rachat de Depfa. Le bilan combiné des deux banques dépasse

400 milliards d’euros[36].

IV

Étant apparues aux XIXe et XXe siècles aux États-Unis et en Europe, les banques modernes étaient régionales ou nationales. Elles entretenaient des relations étroites et souvent incestueuses avec les ministères des Finances, les banques centrales et les instances de régulation. Le retour de la mondialisation bancaire à partir des années 1950 pose des questions élémentaires de gouvernance. L'intention initiale est de créer des zones d'activité financière soumises à très peu de restrictions, dans des centres extraterritoriaux comme Londres. Mais au début des années 1970, il est clair que ce système financier transatlantique risque de créer une dangereuse instabilité[37]. De plus, la course aux profits et aux parts de marché entre les banques déchaîne à son tour un nivellement par le bas des réglementations. En 1984, le président de la Fed, Paul Volcker, propose de fixer des normes plancher sur le capital des banques, espérant ainsi éviter l'affaiblissement de banques en relative bonne santé par des concurrents moins bien pourvus en capitaux, originaires notamment du Japon. Le capital est le critère crucial de la résistance d'une banque quand elle enregistre des pertes sur son portefeuille de prêts. Le volume de capitaux d'une banque lui permet de mieux absorber les pertes éventuelles. Néanmoins, plus une banque a un important portefeuille de prêts par rapport à son capital, meilleur sera le taux de rendement proposé à ses investisseurs. C'est ce qui a motivé les complexes mécanismes juridiques conçus pour que les actifs titrisés ne figurent pas sur les bilans, afin de minimiser le capital investi et de maximiser son effet de levier. Les ratios de fonds propres sont par conséquent l'un des points névralgiques de la gouvernance bancaire. Après des années d'impasse, la Fed et la Banque d'Angleterre trouvent un compromis en septembre 1986, puis en juillet 1988, le Comité de Bâle adopte un texte appelé Bâle I. À compter de cette date, une grande banque internationale doit détenir au minimum 8 % du capital

dans le cadre de ses prêts normaux accordés à des entreprises[38].

Dès que cette norme est adoptée, les débats commencent sur sa définition, son application et ses conséquences. Si la règle des 8 % était imposée sous la forme d'un simple pourcentage, les banques seraient encouragées à chercher les investissements les plus risqués, afin de tirer profit de chaque centime de leurs fonds propres. Dans ce cas, la norme aurait encouragé à la prise de risque. Pour cette raison, le Comité de Bâle prévoit un cadre de pondération des risques et lève tout niveau plancher de capital pour les dettes souveraines à court terme et à faible risque des membres de l'OCDE, le club exclusif des pays riches[39]. Les prêts hypothécaires et les titres adossés à des créances hypothécaires sont aussi favorisés grâce à un coefficient de faible risque. Mais à la marge, le système encourage toujours la prise de risques. De plus, les dispositions laxistes de Bâle I permettent aux banques d'exclure de leur bilan des parts importantes de leur portefeuille, dans des véhicules ad hoc (SPV, *special purpose vehicle*) financés par des ABCP. C'est l'une des principales raisons pour lesquelles les banques européennes brassent tant d'ABCP. Leurs instances nationales de régulation interprètent Bâle I comme la permission de détenir des titres à hauteur de centaines de milliards de dollars et de les financer avec des billets de trésorerie à court terme, sans engager une part notable de leurs fonds propres. Non seulement leur capital est insuffisant, mais l'écart de maturité est terrifiant.

Les insuffisances flagrantes de Bâle I déclenchent la quête d'un nouveau cadre, qui émerge enfin en 2004 avec les accords appelés Bâle II. Mais la transition d'un régime à l'autre est révélatrice. Si Bâle I était une réglementation traditionnelle visant à imposer des normes au secteur depuis l'extérieur, la principale ambition de Bâle II est d'aligner la régulation des risques aux « pratiques exemplaires du secteur » telles que les définissent les banquiers eux-mêmes. Bâle II exige certes que les risques hors bilan figurent sur les comptes des banques. Mais parallèlement, elles sont encouragées à appliquer leurs propres

modèles de pondération des risques à ces actifs, afin de déterminer la marge de capital nécessaire. Une bien plus grande importance est aussi accordée aux évaluations émises par les agences privées de notation[40]. Bâle II maintient techniquement le critère de 8 %, mais dès lors que les grandes banques appliquent leurs modèles privés de pondération des risques, elles se rendent compte qu'elles peuvent assumer des bilans d'un volume inédit. Au titre de Bâle I, les actifs hypothécaires étaient jugés relativement sûrs et n'étaient comptés qu'à 50 % aux fins du calcul des fonds propres nécessaires. Au lieu de durcir ces régulations afin de modérer le boom immobilier, Bâle II réduit à 35 % le coefficient de capital des actifs hypothécaires, ce qui rend bien plus intéressants les actifs adossés à des créances hypothécaires à rendement élevé[41]. Au moment même où s'amorce l'accélération du boom de la titrisation privée, les restrictions sont allégées[42].

L'une des méthodes employées pour faire baisser ce chiffre consiste à souscrire une assurance contre le risque de non-remboursement pour les actifs risqués du portefeuille. Le principal assureur qui permet de « renforcer la liquidité des fonds propres réglementaires » est le géant américain AIG et sa division des produits financiers, installée à Londres et à Paris. À la fin 2007, elle fournit des assurances pour un total de 379 milliards de dollars d'actifs détenus par les plus grandes banques européennes, avec en tête ABN AMRO (56,2 milliards de dollars), la banque allemande KfW (30 milliards de dollars), le prêteur français Crédit Logement (29,3 milliards de dollars), la BNP Paribas (23,3 milliards de dollars) et la Société Générale (15,6 milliards de dollars[43]). L'assurance d'AIG leur permet d'économiser 16 milliards de dollars de fonds propres réglementaires, augmentant d'autant plus le ratio d'endettement, les profits et les bonus[44].

Au lieu d'imposer des inspections indiscrètes et des audits externes, Bâle II insiste lourdement sur l'autorégulation, les déclarations volontaires et la transparence. Les avis

« éclairés » du marché fourniraient une meilleure supervision que les décisions réglementaires « arbitraires ». Après tout, les investisseurs rationnels n'ont aucun intérêt à s'exposer au risque de pertes catastrophiques – c'est en tout cas le raisonnement avancé. Ils fixeraient en conséquence le prix des actions bancaires, indiquant ainsi clairement les banques en bonne ou mauvaise posture. Les instances de régulation sont complètement soumises à la logique des entreprises qu'elles sont censées réguler. Le projet de texte sur lequel s'appuient les négociations de l'accord Bâle II est rédigé pour le Comité de Bâle par l'Institut de la finance internationale (IIF), principal groupe de pression du secteur bancaire mondial[45].

Le cadre de Bâle n'est pas non plus conçu pour encourager des normes plus exigeantes. Les accords de Bâle I et Bâle II entérinent le principe des « règles du pays d'origine ». Ce point oblige les signataires à accepter la validité des réglementations de toutes les autres parties à l'accord. Ainsi, les banques domiciliées dans des zones où la supervision est complaisante sont libres de travailler selon leurs normes locales sur les marchés lucratifs des États-Unis et de l'Europe. Et en raison de ce principe, la City et New York ne sont pas responsables de superviser les centaines de banques étrangères implantées sur leur territoire, ce qui serait sans aucun doute onéreux[46]. La Fed amplifie ensuite ce phénomène en janvier 2001 : pour les compagnies financières étrangères dont les fonds propres sont jugés satisfaisants dans leur pays d'origine, les activités bancaires qu'elles réalisent aux États-Unis ne sont pas soumises aux normes fixées par ce pays [47]. Malgré l'ampleur phénoménale de leurs activités aux États-Unis, les banques européennes ne sont pas tenues de détenir les capitaux correspondants sur ce territoire.

Naturellement, étant donné l'indulgence de ces dispositions, les instances européennes de régulation ne subissent quasiment aucune résistance quand elles engagent la mise en œuvre de Bâle II. C'est un cadre dont les géants bancaires européens peuvent parfaitement s'accommoder. La Commission américaine

des valeurs mobilières et des opérations boursières (SEC, *Securities and Exchange Commission*) et la Banque fédérale de réserve de New York, qui surveillent les banques d'affaires des États-Unis, sont du même avis. Il est d'ailleurs révélateur que ce soit la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), l'organisme américain de garantie des dépôts chargé de superviser les petites et moyennes banques américaines, qui exprime des objections. La présidente de la FDIC, Sheila Bair, une républicaine du Midwest au verbe haut, peine à croire que les grandes banques obtiennent effectivement le droit de « fixer elles-mêmes les critères en matière de fonds propres[48] ». Ce serait leur donner un avantage concurrentiel considérable sur les établissements plus petits. Aux États-Unis, la FDIC estime que l'application de Bâle II permettra aux grandes banques de réduire leurs fonds propres de 22 %. En 2006, Sheila Bair fait peser toute l'influence politique de la FDIC pour tenter de ralentir le processus. Avec Ben Bernanke, nouveau président de la Fed, elle négocie un compromis : la réduction à court terme de la capitalisation due à la mise en œuvre de Bâle II ne peut dépasser 15 % par banque avant 2011[49]. C'est l'une des raisons pour lesquelles, avant la crise, un écart considérable se forme entre les États-Unis et l'Europe, si l'on utilise le ratio d'endettement comme indicateur de base du risque bancaire. Selon les calculs de la Banque des règlements internationaux (BRI), trois des joueurs les plus agressifs sur les marchés financiers mondiaux – Deutsche Bank, UBS et Barclays – ont un ratio d'endettement supérieur à 40 pour 1, contre une moyenne de 20 pour 1 chez leurs principaux concurrents américains. En 2007, avant même que la crise n'atteigne son paroxysme, le ratio d'endettement de la Deutsche Bank et d'UBS approche 50 pour 1[50]. Même en tenant compte des différences de traitement des bilans bancaires en Europe et aux États-Unis, l'écart est considérable.

Les banques américaines trouvent tout cela injuste, c'est pourquoi le lobby de leur secteur s'évertue à niveler le terrain. En

février 2007, le maire de New York, Michael Bloomberg, se rend à Londres, où il rencontre le président de l'Autorité britannique des services financiers (FSA) et où il profite de l'occasion pour défendre une libéralisation plus poussée aux États-Unis. « La FSA illustre le type de cadre réglementaire efficace et réactif que le Congrès doit appliquer si nous voulons que New York reste la capitale financière du monde », déclare le maire. Mais Michael Bloomberg n'est pas le seul à faire le voyage. Également en février, le *Financial Times* signale que Citigroup a « réorganisé sa direction de manière à renforcer l'influence de ses cadres postés à Londres, dont cinq obtiennent des responsabilités mondiales dans leur domaine. Le responsable mondial des matières premières déménage par ailleurs à Londres. Merrill Lynch, J.P. Morgan et Lehman Brothers donnent aussi des fonctions de gestion à l'échelle mondiale à des cadres supérieurs installés au Royaume-Uni[51]. » Ce sont ces pressions qui poussent Michael Bloomberg et le sénateur Charles Schumer à apposer leur nom, en mai 2007, à un rapport de McKinsey & Company avertissant que la position de New York en tant que centre financier mondial est menacée si elle ne se range pas aux normes internationales. « Les conclusions sont claires : [...] notre cadre réglementaire est un fouillis de règles complexes et non un ensemble simplifié de principes compréhensibles, comme c'est le cas au Royaume-Uni et ailleurs[52]. »

Bien sûr, à chaque étape de la construction des marchés de capitaux mondiaux, des cabinets de consultants, des économistes et des juristes donnent des idées et des arguments pour se justifier. Les évolutions technologiques décuplent les capacités de traitement de l'information dans les banques. Les complexes instruments financiers qui en découlent exsudent un charisme dynamique[53]. La société clanique des banquiers crée un bouclier social d'hypothèses communes et un complexe de supériorité démesuré. Ils sont les maîtres de l'univers. Ils ne peuvent pas échouer. Mais le moteur principal de l'expansion et du changement était la course au profit, qui se joue dans l'ingénierie

financière, les flux de capitaux transnationaux et la libéralisation compétitive entre Wall Street, la City et Bâle. Non pas que les principaux acteurs ignorent complètement les risques, mais ils sont persuadés de pouvoir les gérer et ils sont fermement déterminés à maximiser le taux de rendement. Par conséquent, la moindre réglementation et la moindre restriction du ratio d'endettement sont mises en cause par la toute-puissante concurrence et par le volume croissant de capitaux qui circulent librement depuis les années 1960.

Et si les réglementations échouaient ? Et si le système financier transatlantique était secoué par une crise profonde et totale ? Personne ne veut poser ces questions. Lors du sauvetage des marchés émergents dans les années 1990, c'est Washington qui avait pris les devants. Le ministère américain des Finances et le FMI avaient agi de concert. Malgré des critiques virulentes et la mauvaise volonté des Européens, leurs ressources étaient suffisantes pour renflouer le Mexique ou la Corée du Sud [54]. En irait-il de même si le système financier transatlantique subissait de telles convulsions ? Les sommes en jeu sont colossales : ce ne sont pas des milliards ou même des centaines de milliards, mais bien des milliers de milliards. Les banques américaines peuvent compter sur les ressources sans fond de la Fed. Mais la question est particulièrement pressante pour les banques européennes, dont le bilan présente plusieurs devises. En cas d'urgence, où iraient-elles chercher les dollars nécessaires ? Qui serait leur ultime prêteur ?

Le Forum sur la stabilité financière, un groupe de réflexion international créé après les crises financières des années 1990, tourne autour du pot depuis l'an 2000. À la Banque d'Angleterre, John Gieve souhaite réaliser des « exercices en conditions réelles » afin de jouer les scénarios d'une faillite de grande ampleur au sein du secteur bancaire international. Mais sa proposition n'est pas très populaire. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mervyn King, un macroéconomiste pur jus, est peu intéressé par les questions techniques de la stabilité financière.

« Du côté américain, personne ne voulait vraiment aborder des exemples spécifiques. Nous proposions de mettre en jeu HSBC ou Barclays, qui avaient de vrais bilans, et en retour, peut-être qu'ils en feraient autant pour Citi ou Lehman. Mais cette idée ne s'est jamais concrétisée[55]. » Les banques centrales européennes auraient-elles des réserves suffisantes en dollars pour soutenir le système financier européen ? C'est une question désuète, certainement démodée dans un monde où les liquidités mondiales n'ont plus de limites[56]. Mais quand cette question est soumise à des analystes de la BRI, leur réponse a un effet dégrisant. À la fin 2007, sur les bilans des banques européennes, l'écart entre les actifs en dollars (les prêts) et les passifs en dollars (financés par des dépôts, des obligations ou des emprunts à court terme sur le marché monétaire) est compris entre 1 100 et 1 300 milliards de dollars[57].

Les seules banques centrales ayant de tels avoirs sont en Chine et au Japon. Alors que tout le monde a une vision optimiste des marchés financiers, leur « accumulation » de dollars est vue par beaucoup comme un signe de méfiance, un effet secondaire du traumatisme lié à la crise de 1997[58]. Il est révélateur que personne ne s'interroge sur le niveau convenable de réserves pour un pays européen doté d'un gigantesque système bancaire mondialisé. Étant donné l'ampleur du secteur bancaire dans leurs juridictions, les réserves de change des banques centrales suisse et britannique s'avèrent incroyablement basses, soit moins de 50 milliards de dollars chacune. Pour soutenir le système bancaire tentaculaire de la zone euro, la Banque centrale européenne n'a pas plus de 200 milliards de dollars dans ses caisses. Que doit-on en déduire sur leurs hypothèses en matière de risque financier et de souveraineté financière ? Par la suite, un responsable de banque centrale en Europe, l'un des plus francs, est appelé à expliquer pourquoi ces réserves étaient si faibles avant la crise. Après une courte pause et un sourire montrant qu'il a bien appris sa leçon, il déclare très simplement : « Au vu de notre longue histoire avec la Fed, on pensait obtenir

des dollars sans difficulté particulière. » En d'autres termes, tous supposaient qu'il serait possible de coopérer et qu'en cas d'urgence, la Fed fournirait à l'Europe, et à Londres en particulier, les dollars nécessaires. Étant donné le volume de transactions en dollars offshore, c'était la seule réponse possible. Mais pour cette même raison, c'était aussi une supposition incroyablement audacieuse, une attente si démesurée qu'il valait mieux la taire.

Chapitre 4

LA ZONE EURO

Si l'Europe préfère ne pas insister sur son rôle dans la crise financière « américaine » de 2008, brouiller les pistes est d'autant plus facile qu'à compter de 2010, l'Europe est consumée par une crise « authentiquement » européenne. La crise de la zone euro éclate juste après l'effondrement de Wall Street et de la bulle hypothécaire. Mais si l'on en croit les récits habituels, c'est comme si la crise de Wall Street et le désastre de la zone euro avaient eu lieu dans deux univers. Si la crise américaine a été provoquée par des banques aventureuses et des emprunteurs motivés par la cupidité et l'extravagance financière, celle de la zone euro s'appuiera sur des thèmes européens classiques tels que les finances publiques et la souveraineté nationale. Elle opposera les Grecs aux Allemands et rouvrira les blessures de la Seconde Guerre mondiale. Les deux scénarios sont caricaturaux : des Américains mercenaires contre la querelle des nationalismes européens. Mais est-ce vraiment un mauvais concours de circonstances si les deux crises se sont enchaînées ? Si les mêmes banques étaient concernées ? Si la période précédant la crise de 2008 n'était pas réellement « 100 % américaine », comme on l'entend souvent, dans quelle mesure les problèmes de la zone euro étaient-ils « européens » ?

I

Au début du XXIe siècle, on peut pardonner aux Européens d'avoir été absorbés par des questions politiques et institutionnelles. En témoignent la monnaie unique (lancée entre 1999 à 2002) et l'expansion de l'UE en Europe de l'Est en 2004 : les Européens s'embarquent dans des expériences absolument spectaculaires, motivées par des considérations politiques et géopolitiques aussi bien qu'économiques[1].

En ce qui concerne l'euro, l'histoire remonte une fois de plus au début des années 1970 et à la disparition du système de Bretton Woods. Entre 1945 et 1971, les Européens ne se soucient pas des questions monétaires intra-européennes. Le dollar associé à la réserve d'or de Fort Knox est le point d'ancrage du système mondial. Quand Richard Nixon abandonne l'étalon-or en août 1971, l'Europe est confrontée à un problème. La fluctuation des taux de change risque de bouleverser les réseaux commerciaux étroitement intégrés qui ont permis d'unir le continent. Mais par ailleurs, les initiatives visant à créer une zone de stabilité des taux de change en appuyant les monnaies européennes les unes contre les autres rouvrent la question fondamentale des rapports de force. Dans le cadre d'un Système monétaire européen, quelle monnaie remplacerait le dollar et deviendrait l'unité de référence ? Les tensions auraient été gérables si les flux de capitaux avaient été restreints, limitant ainsi les attaques spéculatives. Mais dès le début des années 1980, les habitudes libérales du marché de l'eurodollar sont entrées dans les mœurs à l'échelle mondiale. Les pics démesurés de capitaux spéculatifs entre devises exercent une pression intense sur les États les plus fragiles financièrement et accordent un degré intolérable d'influence à la banque centrale conservatrice de l'Allemagne. Au début des années 1970, sa position anti-inflationniste et la force résultante du deutsche mark restreignent non seulement le gouvernement allemand de Bonn, mais aussi ceux des autres pays européens. En 1983, même

le gouvernement socialiste français, sous François Mitterrand, doit céder. Après une série de dévaluations chaotiques entre 1981 et 1983, Paris abandonne sa politique de démocratie sociale et adopte la politique du « franc fort ». Les taux d'intérêt seraient fixés au niveau nécessaire pour que le franc ne soit pas trop faible face au deutsche mark, quitte à ce que les emprunteurs remboursent 18 % ou plus. Loin de chercher à entraver les flux de capitaux, les Européens qui siègent dans des organisations internationales telles que l'OCDE encouragent la libéralisation. Les pressions suscitées par les flux de capitaux libres sur les marchés européens à parité fixe sont un puissant argument pour ceux qui défendent le renforcement de l'intégration européenne[2]. Selon eux, c'est le seul moyen pour les membres les plus faibles du Système monétaire européen de retrouver un semblant de contrôle sur l'orientation de la politique monétaire. À la fin des années 1980, une nouvelle série de négociations sur l'intégration monétaire est prévue sous l'impulsion de Jacques Delors, président de la Commission européenne, et de ses soutiens au Parti socialiste français. Étant donné les intérêts nationaux en jeu, ces pourparlers auraient sûrement fini dans l'impasse si la guerre froide ne s'était pas soudain terminée. La chute du mur de Berlin en 1989 et l'effort irrésistible du chancelier allemand Helmut Kohl pour réunir le pays risquent de rendre l'Allemagne d'autant plus forte. Une union monétaire et une unification économique irrévocable semblent à Helmut Kohl comme à François Mitterrand la meilleure façon de créer une Allemagne bien plus grande sur un continent paisible et stable[3]. En échange de l'abandon du deutsche mark, les Allemands obtiennent la promesse que la nouvelle Banque centrale européenne perpétuera l'héritage conservateur de la Bundesbank. Une banque centrale commune donnera pourtant une voix à tous les autres États membres et une union monétaire mettra un terme à la pression transnationale très coûteuse exercée par les marchés financiers.

C'est un projet incroyablement ambitieux. L'union monétaire

entre pleinement en vigueur en 2001. Il y a une unique Banque centrale européenne. Il y a des règles budgétaires qui limitent les déficits et fixent un plafond de la dette. Mais l'euro est malgré tout un produit inachevé[4]. Il n'y a pas de politique économique commune. Pas de structure commune pour la régulation du secteur bancaire. Pas plus qu'il n'y a de motivation à renforcer l'intégration. Durant ses premières années, la nouvelle zone monétaire s'en sort plutôt bien. La croissance européenne s'accélère. Après une première hausse des prix liée à l'adoption de la monnaie unique, l'inflation se stabilise à un niveau modéré. Les marchés de capitaux sont calmes.

Malgré cette atmosphère paisible, deux problèmes préoccupent les experts au sein de la zone euro et en dehors. Le premier nécessite de déterminer si les déséquilibres préexistants du commerce intra-européen se résorberont ou s'aggraveront avec le temps[5]. Certains craignent que l'absence d'ajustement des devises n'entraîne une divergence cumulative, à mesure que les régions moins concurrentielles accumuleront du retard. Le second concerne le risque de chocs externes asymétriques[6]. Un effondrement du tourisme nuirait beaucoup plus à la Grèce qu'à l'Allemagne. Une forte chute de la demande d'importations de la Chine ferait plus de mal à l'Allemagne qu'à l'Irlande. Les critiques américains, en particulier, avertissent que la main-d'œuvre européenne n'est pas aussi flexible et mobile que celle des États-Unis[7]. Et si les gens refusent de déménager, en cas de crise, l'Europe aura besoin d'un système commun d'aides sociales, d'impôts et de dépenses pour que des fonds puissent être redirigés des régions prospères vers les plus touchées. Outre la mobilité de la main-d'œuvre, la vaste diversité de l'économie américaine est unie, de l'Alabama à la Californie, par une structure vitale composée de la sécurité sociale, des allocations-chômage et des aides sociales liées au handicap. Au début des années 2000, il est inquiétant de constater que Bruxelles, où l'autosatisfaction règne, ne se soucie pas de concevoir un mécanisme fondamental de redistribution

budgétaire et de répartition des charges, indispensable à la survie de la zone euro en cas de récession, sans même parler d'une grave crise financière.

Parvenir à l'unification avait requis des efforts considérables de la part de nombreux membres de la zone euro. L'Italie, en particulier, doit se serrer la ceinture[8]. L'effort collectif des années 1990 pour stabiliser les finances italiennes façonne une génération de technocrates et de responsables politiques italiens qui jouent par la suite un rôle essentiel dans la politique européenne. On peut citer Mario Monti – économiste, commissaire européen et futur Premier ministre italien – et Mario Draghi, futur responsable de la BCE[9]. C'est un autre économiste italien, Romano Prodi, qui, en tant que président de la Commission, supervise l'introduction de la nouvelle monnaie. Mais après avoir surmonté la crise politico-financière aiguë de 1992-1993 et obtenu l'adhésion à l'euro, personne à Rome n'a assez d'énergie pour se lancer dans d'autres combats. La victoire de Silvio Berlusconi avec son parti Forza Italia aux élections de 2001 est un signe révélateur. Loin de progresser vers une plus grande intégration européenne, faire respecter les critères budgétaires fixés dans le traité de Maastricht n'est déjà pas une mince affaire. En 2003, la France et l'Allemagne dépassent toutes deux le plafond du déficit budgétaire fixé à 3 %, mais Bruxelles renonce à imposer des sanctions à ces poids lourds. Pour les défenseurs de la discipline budgétaire, c'est un signal d'alarme. Les institutions centrales de l'UE auraient-elles un jour le courage politique de s'imposer face aux membres les plus influents ? D'autres se demandent surtout ce qui ne va pas en Allemagne.

L'entrée de l'Allemagne dans l'euro se passe mal. Les autres membres veillent à choisir des taux de change compétitifs face au deutsche mark. Les exportations allemandes en souffrent. Ses déficits contraires aux règles reflètent sa croissance anémique. L'Allemagne est « l'homme malade de l'euro » d'après les médias internationaux[10]. Les Allemands eux-mêmes évoquent

une *blockierte Gesellschaft* (une « société bloquée[11] »). La réponse de la coalition rouge-verte de Gerhard Schroeder, au pouvoir de 1998 à 2005, est étonnamment énergique. Pendant des années, les Allemands avaient subi un taux de chômage à long terme terriblement élevé, exacerbé par la désindustrialisation soudaine de l'ex-RDA. En 2005, le taux de chômage atteint le pic de 10,6 %. Pour combattre cette plaie, entre 2003 et 2005, le gouvernement de Gerhard Schroeder annonce une réforme nationale appelée Agenda 2010. C'est un programme en plusieurs phases qui libéralise le marché du travail et réduit les aides sociales, conçu par un comité dirigé par Peter Hartz, responsable des ressources humaines chez Volkswagen[12]. La quatrième et dernière phase de coupes, Hartz IV, devient synonyme d'une nouvelle Allemagne « réformée ». Les chômeurs reprennent le travail. La modération des salaires restaure la compétitivité allemande. La récompense arrive dès 2003, date à laquelle l'Allemagne peut se targuer d'être la championne mondiale des exportations (*Exportweltmeister*).

Le programme Agenda 2010 incarne à terme une nouvelle vision de la classe politique allemande qui fait l'unanimité dans tous les camps[13]. Après avoir accompli la tâche monumentale de la réunification, l'Allemagne a surmonté ses difficultés internes et mis en œuvre la réforme nécessaire pour recouvrer sa santé économique. C'est un scénario convaincant en apparence et il influencera beaucoup la façon dont Berlin aborde la crise de la zone euro, mais il mérite d'être examiné de près. Hartz IV remet effectivement au travail des millions de chômeurs de longue durée, plus ou moins contre leur gré, en créant un vaste éventail d'emplois précaires. Cette méthode permet de maintenir de bas salaires pour les personnes sans qualification, comme les caissiers et les agents de nettoyage. Pendant la première décennie de l'euro, malgré une productivité en forte hausse, la moitié des ménages allemands ne bénéficie d'aucune augmentation de ses revenus. Cette méthode réduit les charges salariales. Elle renforce aussi les inégalités brutes d'impôts et fait baisser les salaires allemands par rapport à ses voisins européens.

Mais en ce qui concerne la compétitivité des exportateurs allemands, la portée de Hartz IV est bien moins flagrante[14]. Les entreprises allemandes ne remportent pas des contrats en réduisant les salaires de leur personnel non qualifié. Leur avantage concurrentiel est avant tout tiré de la délocalisation de leur production en Europe de l'Est et du Sud, auquel s'ajoute le coup de pouce de la reprise mondiale du début des années 2000.

Son impact économique a été exagéré, mais Hartz IV transforme réellement le paysage politique allemand. L'électorat ouvrier et la gauche du SPD n'ont jamais pardonné ses réformes à Gerhard Schroeder[15]. Cette aile gauche quitte le SPD pour s'allier aux anciens communistes de la RDA. Le résultat est un parti appelé Die Linke (« La Gauche »), qui rallie près de 10 % des électeurs. Ensemble, Die Linke, le SPD et les Verts sont une force politique puissante. Ce rassemblement rouge-rouge-vert est capable de former une majorité. Mais les amères divisions qui les opposent sur la question de Hartz IV, entre autres choses, empêchent la formation d'une grande coalition de centre-gauche. Par conséquent, l'initiative politique revient à la droite. Pendant plus de dix ans, la force décisive du paysage politique européen est la CDU et sa dirigeante, Angela Merkel.

Angela Merkel devient la figure de proue du centre politique européen, en oscillant entre des positions conservatrices sur les questions économiques et financières, et la modernisation culturelle[16]. Quand elle arrive sur la scène politique, son profil est plus strict. En 2005, lors du scrutin où elle est élue, le programme de Merkel est très libéral. Cette position est impopulaire et elle la tempère par la suite. En revanche, il est certain que son programme en 2005 reflète sa vision personnelle et il peut être résumé en trois chiffres : 7, 25 et 50. Comme la chancelière se plaît à le rappeler, l'Europe compte 7 % de la population mondiale et 25 % du PIB mondial. Mais elle assume 50 % des dépenses mondiales en termes d'aides sociales[17]. Merkel estime que ce n'est pas tenable. La croissance allemande est

régulière, mais lente dans le meilleur des cas. La population allemande, comme ailleurs en Europe, est vieillissante. Ce sont les dépenses publiques qui doivent diminuer. L'assainissement budgétaire est le fil rouge des gouvernements de Merkel. Elle l'annonce dès janvier 2006 dans son premier discours prononcé à Davos : « Pour voir l'économie sociale de marché comme une NOUVELLE économie sociale de marché au XXIe siècle, il faut d'abord réordonner les priorités politiques en faveur d'une politique tournée vers l'avenir et les générations futures. Pour nous, en Allemagne, cela signifie qu'il faut avant tout assainir nos finances publiques. Nous avons un problème démographique. Nous savons que nous n'avons pas assez de jeunes et pourtant, nous vivons au détriment de l'avenir en accumulant des dettes, ce qui signifie que nous volons aux générations futures leur marge d'investissement et de développement. C'est immoral[18]. »

Il va sans dire que ce discours ravit les lobbyistes dans le monde des affaires, qui espèrent limiter les taxes et les dépenses publiques. Mais le premier gouvernement de Merkel est une grande coalition avec le parti vaincu, le SPD[19]. L'assainissement budgétaire, comme Hartz IV, inspire un consensus au centre du paysage politique allemand. Le ministère des Finances revient à Peer Steinbrück, acolyte du légendaire chancelier du SPD dans les années 1970 et 1980, Helmut Schmidt[20]. Peer Steinbrück croit fermement à une vision anti-Keynésienne de la politique économique, centrée sur l'offre. Pour lui, restaurer une « marge de manœuvre budgétaire » n'est pas seulement une question de stabilité financière. La pétrification des finances publiques sous le poids des dépenses quasi automatiques affectées aux aides sociales et au remboursement d'intérêts est représentative du problème plus global dont souffre le monde développé : la crise de la démocratie et de la participation démocratique. Quelles options les partis politiques peuvent-ils offrir aux électeurs si la marge de manœuvre budgétaire est limitée par les « dépenses sociales », le service de la dette et les faibles taux d'imposition

à 1 % du PIB dans un sens ou dans l'autre ? Il y a certes la voie choisie par le camp de Dick Cheney chez les républicains, qui consiste à faire exploser le déficit. Mais pour ceux qui ne sont pas prêts à prendre ce risque, la seule solution est de conserver une position centriste. Dans un système de représentation proportionnelle comme celui de l'Allemagne, ce dilemme entraîne le mécontentement des électeurs et la division du paysage des partis politiques – les formations autrefois puissantes de la CDU et du SPD étant regroupées au centre. La grande coalition de Merkel est représentative de l'impasse. Ce n'est pas pour rien que le mot « postdémocratie » se retrouve au cœur du débat politique allemand au début des années 2000[21]. Pour Peer Steinbrück, paradoxalement, la discipline imposée à ce moment est une promesse de la liberté à venir.

Outre ces nobles considérations, la stratégie budgétaire allemande est aussi motivée par des calculs électoraux plus simples. Pendant les vingt ans qui ont suivi la réunification, l'Allemagne de l'Ouest a injecté plus de mille milliards d'euros dans la reconstruction et des subventions régionales pour l'Est[22]. En 2005-2006, quand la grande coalition de Merkel arrive au pouvoir, les Länder de l'Ouest, notamment les plus riches dans le sud du pays, sont d'humeur aigrie. Après avoir dû consentir un acte spectaculaire de solidarité en faveur de l'Est, ils en ont assez. Le plafonnement des déficits est une promesse à peine déguisée faite aux riches États du sud : faire en sorte que les membres miséreux et endettés à l'est et au nord du pays ne soient plus prioritaires. Heureusement pour l'avenir de la zone euro, dès le début des années 2000, le problème de maîtrise budgétaire est présenté par les politiques allemands comme une question d'équité au sein d'une union de transfert fédérale. Bien avant que la crise grecque n'éclate, les régions les plus prospères de l'Allemagne de l'Ouest ont annoncé leur refus d'assumer les dettes des autres, qu'elles soient allemandes ou non. Peu importe l'argument faisant valoir que les dettes « endossées par l'Ouest » pour subvenir aux dépenses « dans l'Est » ont suscité

énormément de commandes pour les entreprises ouest-allemandes (ce qui crée des exportations intérieures de l'ouest vers l'est du pays). Après 2010, le même argument n'a pas plus d'effet au niveau européen. Les voix et les électeurs les plus influents au sein de l'opinion publique allemande veulent une chose simple : de la discipline, partout. En 2006, une commission est créée pour concevoir un nouveau règlement budgétaire fédéral. L'idée, inspirée de l'exemple suisse de 2001, est d'adopter un « frein à l'endettement » afin de bloquer toute hausse supplémentaire de la dette au niveau de l'État fédéral, des Länder ou des municipalités. Négocier cet accord politique multiniveaux prend du temps. Mais Peer Steinbrück et le ministère fédéral des Finances sont optimistes. Quand l'horizon économique mondial s'assombrit en 2007 et 2008, le ministère allemand des Finances prévoit d'enregistrer un excédent budgétaire en 2011 au plus tard[23].

Naturellement, le paysage politique national et les rebondissements de la réunification influencent les débats allemands. Mais il n'est pas nécessaire d'élaborer un nouveau récit des particularités de l'histoire allemande ou de chercher un traumatisme allemand précis pour expliquer la soudaine passion de Berlin pour la discipline budgétaire. En réalité, il existe des similarités frappantes entre les débats que vit l'Allemagne et ceux des cercles proches de Robert Rubin aux États-Unis. Des deux côtés de l'Atlantique, la mondialisation, la compétitivité et la viabilité budgétaire sont des questions cruciales. Ça n'a d'ailleurs rien de surprenant. L'essor de la Chine et les problèmes de financement des États providence modernes sont des défis qui n'ont rien d'originaux. Le gouvernement de Bush est peut-être un poison politique en Europe, mais à la fin des années 1990, les démocrates alliés à Bill Clinton avaient été une source d'inspiration pour la coalition rouge-vert de Gerhard Schroeder[24]. Merkel est clairement fidèle à la tradition atlantiste. Mais les objectifs communs sont doublés d'angles morts communs. Malgré toute l'énergie consacrée dans la zone euro à

la nécessité de rendre la main-d'œuvre plus réactive aux exigences de la concurrence mondiale, malgré tous les appels à une discipline budgétaire commune, tous sont aveugles aux forces déstabilisatrices que déchaîne la finance mondiale. En Europe comme aux États-Unis, les responsables politiques, les travailleurs et les bénéficiaires d'aides sociales sont jugés problématiques, et non les banques ou les marchés financiers.

II

Si l'Europe n'a pas de politique budgétaire commune ou de politique relative au marché de l'emploi, elle a au moins une politique monétaire. Sa gardienne est la BCE, dirigée à partir de novembre 2003 par Jean-Claude Trichet[25]. C'est précisément l'aubaine qu'avait espérée Mitterrand : un Français responsable de l'argent européen. Mais il y a un revers à cette médaille : l'ADN opérationnel de la BCE est hérité de la Bundesbank. Et Jean-Claude Trichet remplit parfaitement ce double rôle. Ancien dirigeant de la Banque de France, il est profondément conservateur. L'indépendance de la BCE est son titre le plus précieux et il le protège jalousement. La constitution de la BCE prévoit nombre de protections. Ses délibérations échappent au regard du grand public grâce à des exigences très limitées en matière de transparence. Pour éviter qu'elle ne devienne un véhicule de la politique budgétaire, elle n'a pas le droit de monétiser toute nouvelle dette publique. Contrairement à la Fed, qui est chargée de la stabilité des prix et du plein-emploi, la BCE a pour seul objectif la stabilité des prix.

Ces facteurs font de la BCE la plus distante des banques centrales modernes[26]. Apolitique n'est pas le terme, car en réalité, elle enracine un parti pris conservateur contre l'inflation qui devient la doxa irréfutable de l'Europe. Il ne serait pas non plus juste d'affirmer que la politique anti-inflationniste de la BCE est sa seule ambition. Elle souhaite aussi que l'Europe soit un centre financier et que l'euro devienne une monnaie de réserve, ce qui nécessite de développer les marchés européens de la dette. Plus précisément, il faut importer en Europe le modèle américain du marché des accords de pension appliqué à la dette publique. Être en mesure de mettre en pension des fonds d'État rend ces actifs bien plus intéressants. C'est une leçon que la France a apprise dans les années 1980. Confrontée aux pressions financières exercées par l'Allemagne, la France s'était évertuée à promouvoir le marché de sa dette en offrant des produits semblables aux

mises en pension à l'américaine[27]. Plus il était facile d'échanger des dettes françaises contre des liquidités disponibles immédiatement, plus elles seraient populaires et plus le marché serait tolérant quant aux critères d'emprunts de la France. Malgré la résistance de la Bundesbank, la BCE fait de la mise en pension un modèle opérationnel de base. Contrairement aux banques centrales plus traditionnelles, comme la Banque d'Angleterre ou la Fed, la BCE ne détient pas de grandes quantités de dette publique. Elle gère le système financier européen en mettant en pension un vaste éventail d'obligations, dont des dettes privées et des obligations publiques[28]. Ce n'est pas la BCE, mais les banques européennes qui achètent les dettes de leur État. Mais elles le font en sachant que si elles ont soudain besoin d'argent, les obligations seront échangeables auprès de la BCE sur la base d'un rachat. Les conditions de la mise en pension et la coupe prélevée par la BCE sont les principales variables du système financier unifié de la zone euro. À cet égard, la logique de marché est plus étroitement intégrée au fonctionnement de la BCE qu'à la Fed ou à la Banque d'Angleterre.

Si elle avait souhaité renforcer la pression exercée sur les gouvernements européens pour préserver la discipline budgétaire, la BCE aurait pu adopter un système discriminatoire de coupes spécifiques à chaque pays lors des mises en pension, imposant ainsi des conditions plus strictes aux emprunteurs moins fiables en périphérie de la zone euro. Les coupes appliquées sur le marché bilatéral des mises en pension aux États-Unis étaient très variables selon les types d'obligations. Une coupe plus élevée forcerait les banques à détenir plus de fonds propres pour protéger leurs avoirs obligataires et à restreindre leur portefeuille de cette dette. En Europe à la fin des années 1990, la Grèce avait dû proposer des taux d'intérêt bien plus élevés que l'Allemagne afin d'attirer les bailleurs de fonds. Mais au lieu d'appliquer des mesures discriminatoires, la BCE décide qu'une monnaie unique implique un taux unique. Les obligations de tous les États européens bénéficieront

d'accords de pension aux mêmes conditions[29]. Évidemment, ce choix entraîne une convergence spectaculaire des rendements, car les investisseurs font grimper le prix des dettes à rendement élevé de pays comme la Grèce, l'Italie, le Portugal et l'Espagne, car aux yeux de la BCE, elles sont maintenant équivalentes aux *Bunds*, les obligations allemandes en béton. Il en résulte un cercle vicieux où la BCE compte sur les marchés pour discipliner les emprunteurs publics, tandis que les marchés en viennent à supposer que la politique de « l'obligation unique » de la BCE sous-entend une garantie européenne, y compris pour les emprunteurs les plus faibles.

Par conséquent, la Grèce et le Portugal peuvent emprunter dans des conditions inédites au cours de leur histoire, ce qui aurait pu entraîner un pic colossal de nouveaux emprunts publics. En lisant certaines analyses sur la crise de la zone euro, on est tenté de croire cette version[30]. Malgré des taux d'intérêt n'ayant jamais été plus bas, il n'y a pourtant aucun boom de la dette publique après 2001. Certains pays empruntent plus que d'autres, mais dans l'ensemble, les règles de Maastricht limitant les déficits sont efficaces, notamment si l'on tient compte de l'incitation à emprunter que crée la convergence des rendements. Malgré l'ambiguïté profonde de la structure institutionnelle, la situation reste calme car aucun emprunteur public de premier plan ne dépasse les bornes. Alors que la croissance économique s'accélère, le rapport de la dette publique et du PIB diminue même de 7 % sur l'ensemble de la zone euro[31].

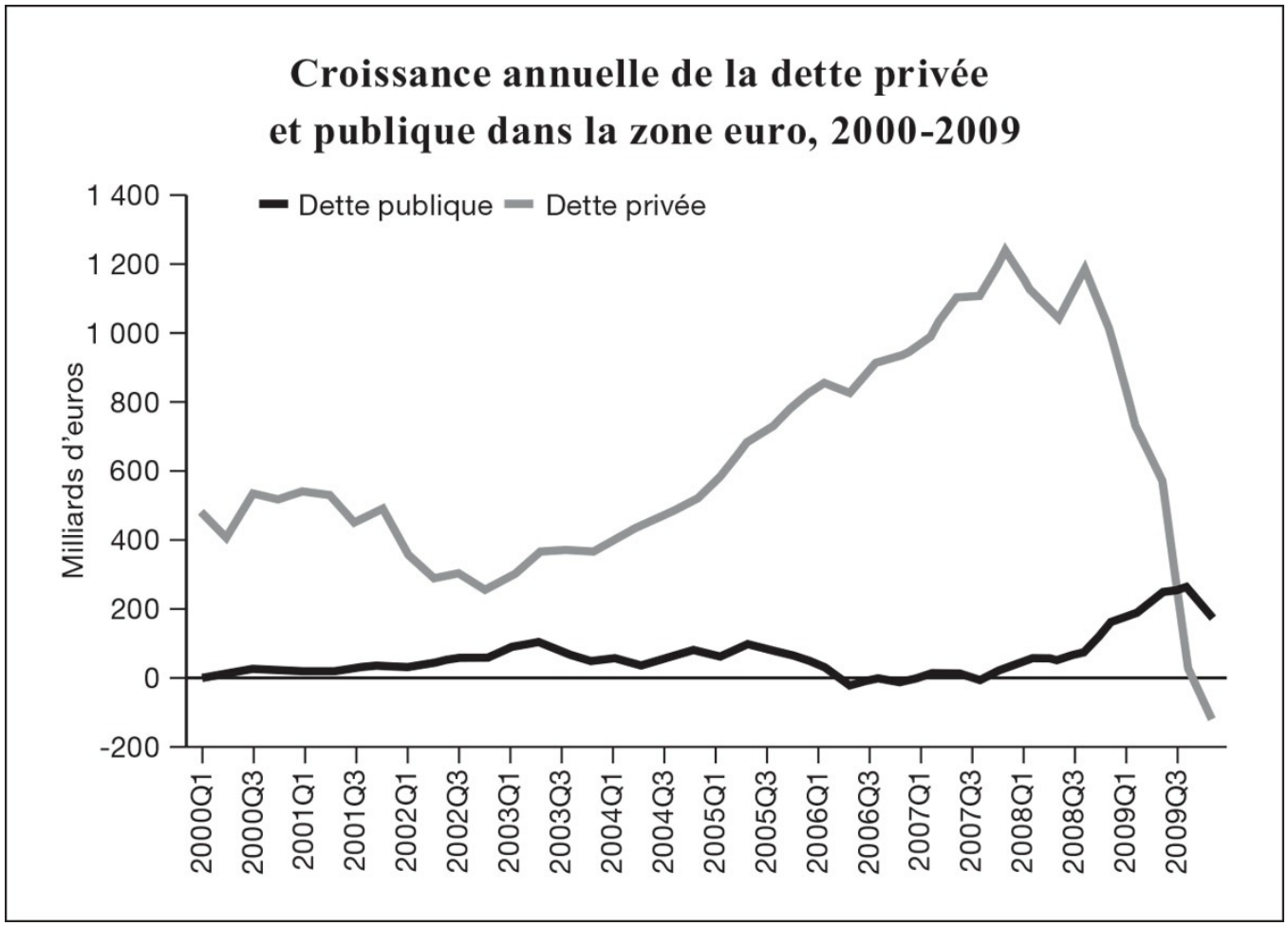
Les États qui ne respectent pas les règles budgétaires de la zone euro ont un profil hétérogène. Le Portugal a le ratio de dette publique en plus forte croissance et sa gestion budgétaire est indéniablement laxiste. Mais quand le pays entre dans la zone euro, sa dette est faible. Malheureusement, Lisbonne fait l'erreur de choisir un taux de change non compétitif. La forte détérioration du ratio dette-PIB qui s'ensuit est autant due à un ralentissement de la croissance qu'à des emprunts irresponsables[32]. La Grèce est l'autre paria. Dans les années 1990,

afin de faire partie de la zone euro, la Grèce, comme l'Italie, avait fait durer tant bien que mal ses excédents primaires. Même avec un coût des intérêts à 11,5 % du PIB, le déficit avait été maîtrisé. Après la formation de la zone euro, les frais d'emprunts et de service de la dette sont divisés par plus de 50 % pour les Grecs, ce qui aurait été une bonne occasion de lancer une grande initiative d'assainissement budgétaire. Mais Athènes laisse son assiette fiscale décliner. Les excédents primaires s'évaporent et le déficit atteint 5,5 %, soit le double du plafond fixé par Maastricht. C'est tolérable uniquement parce que la progression du revenu nominal est si rapide[33]. Toutefois, ce qui rend la situation grecque dangereuse n'est pas le rythme de ses emprunts après 2001, mais plutôt les dettes accumulées dans les années 1980 et 1990, quand la démocratie grecque moderne a été créée après un pic de dépenses publiques et d'emprunts onéreux[34]. En 2000, la dette de la Grèce atteint déjà 104 % de son PIB. Toute hausse supplémentaire de son endettement risque alors d'entraîner un défaut de paiement.

Si l'ampleur des problèmes de la Grèce n'est pas bien évaluée, son cas est connu et considéré comme une broutille. Au début des années 2000, l'infraction du Pacte de croissance et de stabilité dont se rendent coupables la France et l'Allemagne fait plus de bruit sur la scène politique, ce qui sape sans aucun doute l'autorité de la discipline budgétaire. Quelles sont les répercussions économiques ? Sur les marchés financiers, la demande de *Bunds* allemands et d'obligations assimilables du Trésor (OAT) françaises est dynamique. Les taux d'intérêt restent bas. La France conserve une balance commerciale équilibrée. Le gouvernement allemand contracte des dettes, mais elles sont associées à une consommation et à des investissements si limités que l'État produit un excédent des comptes courants de plus en plus important. Pour ce qui est de l'équilibre macroéconomique de la zone euro, il aurait mieux valu que l'Allemagne enfreigne plus franchement les règles budgétaires.

C'est peut-être contraire aux hypothèses conservatrices sur

les « déficits démocratiques » et les habitudes dépensières de politiciens irresponsables, mais la formation de la zone euro sans constitution budgétaire solide n'aboutit pas à un festival d'emprunts publics extravagants. Le contexte de la crise de la zone euro est, en réalité, un pic vertigineux des prêts bancaires, mais il est dû au secteur privé et non public. La zone euro s'expose précisément à la création de crédit incontrôlée, régie par le marché, dont les banques européennes se rendent aussi coupables dans le reste de l'Atlantique Nord.



Q1, premier trimestre ; Q3, troisième trimestre (NdT).

Source : Richard Baldwin et Daniel Gros, « The Euro in Crisis : What to Do ? », dans *Completing the Eurozone Rescue : What More Needs to Be Done*, 2010, p. 1-24, figure 3, http://voxeu.org/sites/default/files/file/Eurozone_Rescue.pdf.

III

Comme l'a noté l'analyste économique du Financial Times, Martin Sandbu, le « grand malheur » de l'euro est d'être né « pendant la plus grande bulle de crédit de tous les temps[35] ». On peut y ajouter que ça n'est pas qu'une histoire de malchance. Donner à l'Europe l'envergure nécessaire pour gérer les folles fluctuations des capitaux mondiaux à partir du début des années 1970 a toujours été la principale raison d'être de l'Union monétaire européenne. Mais l'expansion mondiale du crédit au début des années 2000 met de côté tout ce qui a été expérimenté jusqu'alors, et les banques européennes sont à la pointe de ce développement effréné. Les banques françaises, allemandes, italiennes, belges, néerlandaises, luxembourgeoises, espagnoles, irlandaises et britanniques injectent des crédits dans des secteurs dynamiques et rentables. La zone euro leur permet de le faire sans se préoccuper des frontières ou du risque de change. Les prêts transfrontaliers au sein de la zone euro explosent et augmentent encore plus rapidement que la finance transnationale au niveau mondial[36]. Les banquiers européens utilisent dans la zone euro l'éventail de techniques bancaires modernes qui leur est si profitable à Londres et à New York. La titrisation est depuis longtemps une méthode de financement hypothécaire en Europe. Notamment en Allemagne, le modèle *Pfandbrief* est ancré dans les habitudes depuis le XVIIIe siècle. Mais à partir des années 2000, la titrisation à l'américaine prend aussi son envol en Europe. En 2007, des prêts à hauteur de plus de 500 milliards de dollars sont titrisés en Europe. En 2008, l'émission de titres européens adossés à des actifs atteint 750 milliards de dollars, en particulier sous l'impulsion des banques britanniques et espagnoles[37].

Là encore, comme dans le cas des finances internationales aux États-Unis, il est facile de fermer les yeux sur la direction qu'empruntent ces flux intra-européens. Nous avons en tête une représentation claire de la hiérarchie économie européenne.

Nous savons où vont les prêts : en Grèce, en Espagne et en Irlande. Nous savons que l'Allemagne est la principale nation « excédentaire » et « créancière ». Faut-il en déduire que l'Allemagne a financé le boom du crédit ? Elle peut revendiquer le plus grand excédent commercial et elle est donc le principal exportateur net de capitaux. Mais en ce qui concerne l'ensemble des flux financiers au sein de l'Europe, cette simple représentation mentale est aussi trompeuse que la polarisation sur les relations financières sino-américaines au niveau mondial.

Grâce au travail des économistes de la Commission européenne, nous pouvons cartographier les flux de capitaux au sein de l'Europe dans le cadre de la circulation globale des fonds dans l'économie mondiale. En bas à droite du tableau, nous observons le contour de l'économie mondiale décrit dans les chapitres précédents. Mais en nous penchant sur les flux intra-européens, il est flagrant que l'Allemagne, malgré ses prouesses en matière d'exportations, ne domine pas le système financier européen. L'Allemagne est le premier prêteur net. Sa position est semblable à celle de la Chine par rapport à l'économie des États-Unis. Mais les flux financiers au sein de l'Europe ne reflètent pas les échanges commerciaux, pas plus qu'ils ne les reflètent à l'échelle de l'économie mondiale. L'Allemagne est une exportatrice dynamique de voitures et de machinerie, mais d'autres pays occupent les premières places en ce qui concerne le secteur bancaire et la finance. Le Royaume-Uni, la France, le Benelux et l'Irlande (cette dernière étant cachée dans la catégorie « reste de la zone euro » dans le tableau) concentrent les capitales financières. La City, où sont installées des banques du monde entier, et notamment toutes les grandes banques allemandes, se détache comme étant le principal partenaire financier de chacun des membres de la zone euro, même quand ils ne sont pas membres de l'union monétaire. La France et le Benelux occupent une place essentielle, car ces pays sont des plateformes par lesquelles les fonds entrent dans la zone euro depuis l'extérieur. Les prêteurs des États-Unis et

d'ailleurs préfèrent sans aucun doute faire affaire avec des homologues français, néerlandais et belges qui ont pignon sur rue et qui se chargent ensuite de réacheminer les fonds en périphérie de l'Europe. La France est un centre financier de premier plan, non parce qu'elle enregistre un excédent commercial colossal, mais plutôt car elle compte de grandes banques ambitieuses qui sont prêtes à emprunter pour prêter : sur la période visée, 445 milliards d'euros sortent de France et 447 milliards d'euros y entrent, créant un solde d'à peine 2 milliards d'euros. Dans le même temps, 602 milliards d'euros sortent des centres bancaires du Benelux et 559 milliards d'euros y affluent. L'excédent commercial néerlandais comble l'écart.

Flux financiers transfrontaliers au sein de la zone euro et dans l'économie mondiale : moyennes annuelles, 2004-2006 (en milliards d'euros)

provenance / destination	Allemagne	Grèce	Espagne	France	Italie	Autriche	Portugal	Benelux	Reste de la zone euro	Pologne	Suède	Royaume-Uni	Reste de l'UE des 27	*Reste du monde, hors UE*	États-Unis	Japon	Suisse	Reste de l'OCDE	OFFSHORE	Hong Kong	Reste du monde	*Total*
Allemagne	-	3	41	27	23	20	5	56	38	4	4	84	15	*61*	29	-5	12	15	18	1	-11	*382*
Grèce	1	-	0	0	0	0	0	2	1	0	0	7	1	*9*	1	0	0	1	1	0	6	*20*
Espagne	2	0	-	16	7	3	5	23	5	1	0	34	4	*54*	8	0	1	6	-2	0	40	*154*
France	27	4	29	-	35	7	3	69	45	1	1	95	5	*126*	43	11	13	13	32	-1	13	*445*
Italie	20	3	8	15	-	6	1	39	8	1	-1	30	1	*5*	-10	-3	-1	1	5	-1	9	*131*
Autriche	13	1	2	3	5	-	0	6	9	2	0	4	11	*15*	1	0	1	2	4	0	3	68
Portugal	1	1	4	2	0	0	-	4	1	0	0	2	0	*5*	1	0	0	1	1	0	2	*21*
Benelux	48	9	43	78	38	9	4	-	47	6	4	155	6	*167*	100	14	14	36	38	3	-46	*602*
Reste de la zone euro	20	3	17	15	24	3	9	25	-	2	6	67	7	*110*	51	11	0	13	25	1	9	*308*
Pologne	1	0	0	1	0	1	0	2	0	-	0	1	1	*4*	0	0	1	0	0	0	2	*11*
Suède	6	0	2	2	0	0	0	6	13	0	-	12	7	*16*	5	1	0	10	6	0	-7	*63*
Royaume-Uni	24	3	41	110	1	2	-3	64	64	2	7	-	14	*562*	228	59	35	53	102	9	69	*884*
Reste de l'UE des 27	7	0	1	3	1	1	1	2	3	0	6	16	-	*17*	16	1	-14	4	2	0	7	*57*
Reste du monde, hors UE	*72*	*7*	*27*	*181*	*33*	*17*	*8*	*275*	*78*	*1*	*12*	*431*	*9*	-	*816*	*80*	*-4*	*165*	*19*	*61*	*0*	*2 287*
États-Unis	-6	1	8	68	9	4	-1	40	30	2	8	156	-2	*427*	-	64	16	75	202	8	56	*738*
Japon	5	1	2	18	1	0	0	21	2	1	-1	36	1	*130*	44	-	1	12	82	2	-18	*212*
Suisse	9	1	0	9	1	2	0	4	4	0	0	60	2	*24*	-1	5	-	8	60	0	-53	*111*
Reste de l'OCDE	16	2	4	11	3	1	1	26	9	0	2	26	4	*178*	82	4	5	-	-7	2	73	*262*
OFFSHORE	7	0	-18	29	-1	2	4	29	9	0	5	90	0	*- 10*	173	4	23	9	-	16	-58	*323*
Hong Kong	0	0	0	2	0	0	0	7	2	0	0	10	0	*71*	6	-2	2	12	64	-	-11	*94*
Reste du monde	9	1	23	40	14	4	2	134	15	-2	-4	19	4	*0*	443	-11	-56	21	-6	31	-	*682*
Total	*211*	*33*	*209*	*447*	*162*	*66*	*32*	*559*	*305*	*20*	*39*	*904*	*82*	*1 973*	*1 219*	*155*	*51*	*290*	*627*	*71*	*87*	

Note : Estimation des flux bruts (acquisitions d'actifs nets) d'investissements directs, de portefeuilles ou d'autres placements (outre les produits dérivés financiers).

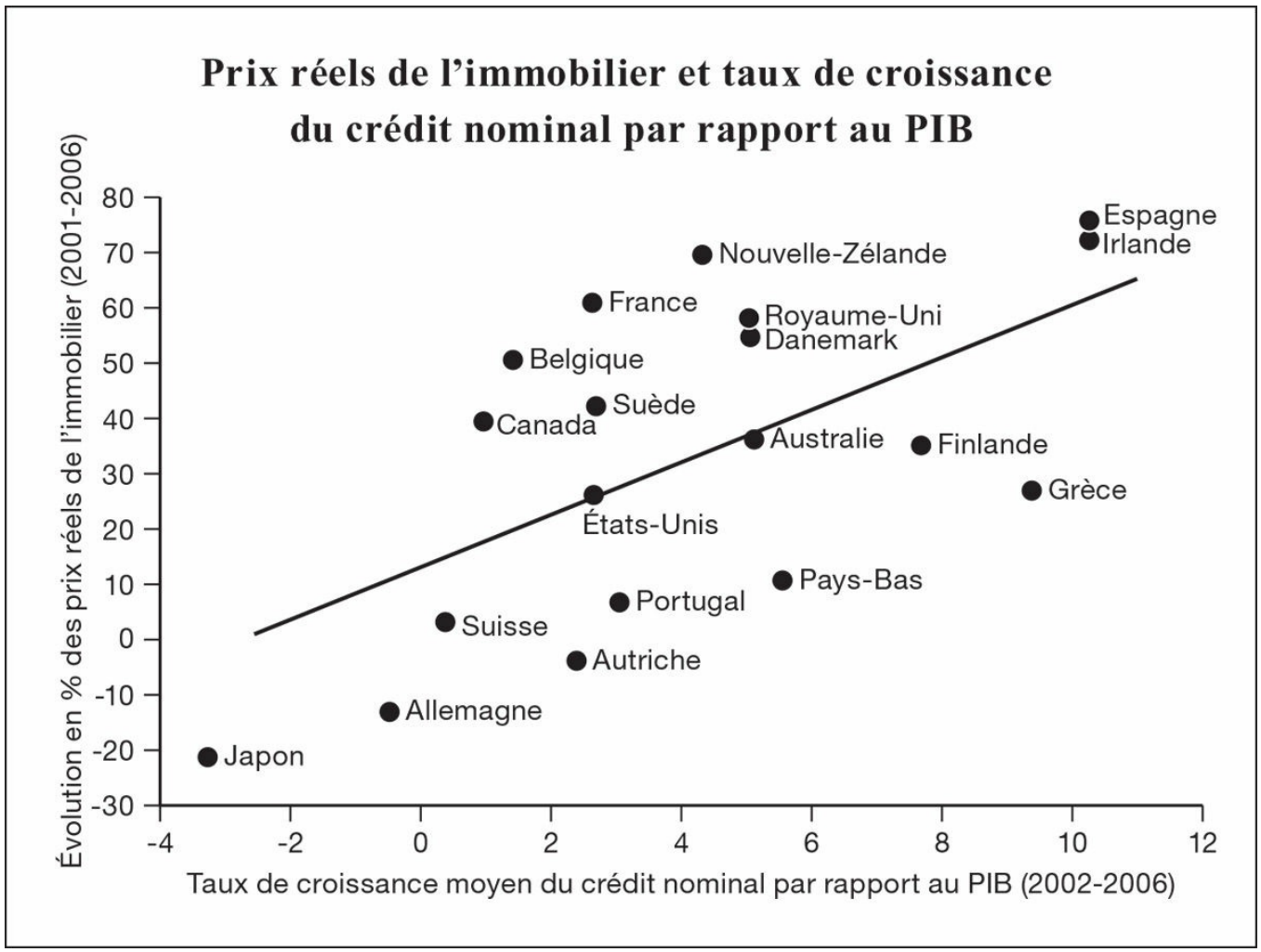
Source : A. Hobza et S. Zeugner, « The "Imbalanced Balance" and Its Unravelling : Current Accounts and Bilateral Financial Flows in the Euro Area », *European Commission Economic Papers,* n° 520, 2014, tableau A.2.

Les flux de capitaux en Europe, comme dans le reste du monde, sont propulsés non par les flux commerciaux mais par la logique des banquiers, qui cherchent les financements

les moins chers et les meilleurs rendements. La spirale montante du cours des actifs et des bilans qui aboutit au boom américain est d'autant plus prononcée en Europe. Entre 2001 et 2006, la Grèce, la Finlande, la Suède, la Belgique, le Danemark, l e Royaume-Uni, la France, l'Irlande et l'Espagne connaissent tous une période de spéculation immobilière plus radicale que celle que traversent les États-Unis. En Irlande et en Espagne, la croissance du crédit et l'inflation des prix du logement créent un cocktail réellement explosif.

Ce sont ces booms alimentés par le crédit qui renforcent les déséquilibres commerciaux et budgétaires dans la zone euro, et non le contraire. L'afflux phénoménal de crédit du monde entier vers un marché dynamique comme celui de l'Espagne y dope l'activité économique. Cette conjoncture engendre des recettes fiscales généreuses pour Madrid, qui se targue fièrement d'un excédent budgétaire, et donne aussi lieu à des commandes à l'exportation pour l'Allemagne. La demande étrangère donne un coup de pouce à l'économie allemande, plutôt morose, permettant ainsi d'augmenter les revenus et les profits[38]. Mais les entreprises et les foyers allemands ne souhaitent pas dépenser leur revenu disponible en Allemagne, que ce soit par le biais de la consommation ou de l'investissement. Le gouvernement allemand emprunte, mais pas suffisamment pour absorber la différence. Par le biais des marchés interbancaires, les liquidités excédentaires du nord permettent de financer des créations d'entreprises dans toute l'Europe et notamment en Espagne, ce qui n'est pas surprenant. Et finalement, les comptes s'équilibrent. L'épargne allemande semble ainsi le pendant du déficit commercial espagnol. Mais l'identité comptable n'est pas l'équivalent d'une relation de causalité. Ce n'est pas l'épargne excessive de l'Allemagne ou ses exportations qui sont à l'origine du dynamisme espagnol. Le boom alimenté par le crédit est à l'origine des déséquilibres de la demande, des flux commerciaux et des déséquilibres de l'épargne. Le système bancaire européen offre

une intermédiation élastique. Si l'économie nationale allemande avait été en meilleure santé, la demande d'importations dans ce pays aurait été plus dynamique et les déséquilibres commerciaux au sein de la zone euro auraient peut-être été plus modestes. Une fraction quelque peu supérieure de l'économie espagnole aurait pu être mobilisée pour produire des biens à l'exportation vers l'Allemagne, au lieu de répondre à la demande intérieure dynamique. Mais rien ne porte à croire qu'un flux plus modeste d'épargne nette en provenance d'une Allemagne en forte croissance aurait permis de ralentir l'embellie liée au crédit en Irlande ou en Espagne. Dans la finance moderne, le crédit n'est pas une somme fixe limitée par les « fondamentaux » de « l'économie réelle ». C'est une valeur élastique, qui, en plein boom du prix des actifs, gonfle facilement à l'échelle transnationale.



Source : P. Kannan, P. Rabanal et A. M. Scott, « Macroeconomic Patterns and Monetary Policy in the Run-up to Asset Price Busts », documents de travail du FMI, novembre 2009, figure 2.

Quelle est la place de la Grèce, qui deviendra l'épicentre de la crise de la zone euro, dans ce tableau ? Elle y est représentée, mais on la voit à peine. Sur le flux annuel de financements transfrontaliers dans la zone euro entre 2004 et 2006, qui avoisine en moyenne 1 800 milliards d'euros, la Grèce représente 33 milliards d'euros, c'est-à-dire moins de 2 %, proportionnellement au poids de la Grèce sur le PIB de la zone euro. Sur cette somme, une plus grande part est perçue par l'État grec que dans le cas de l'Irlande ou de l'Espagne. Mais la Grèce vit elle aussi un boom immobilier équivalent à celui des États-Unis. Dans son cas, le signal d'alarme n'est pas l'afflux annuel de capitaux après 2001, mais le fait que les nouveaux emprunts s'ajoutent à des dettes colossales accumulées au cours des décennies précédentes. Déterminer les conséquences d'un arrêt brutal des flux de capitaux dans ce pays était une question inquiétante, mais la Grèce étant un pays minuscule, personne ne s'en est vraiment préoccupé.

Par la suite, certains font valoir que la BCE aurait dû faire plus pour atténuer la spéculation qui faisait rage en Irlande et en Espagne. Et il est certain qu'agir était plus difficile à cause du taux d'intérêt unique fixé pour toute la zone euro. En établissant des taux faibles, la BCE a choisi de stimuler l'économie allemande plutôt que d'endiguer le boom en périphérie. C'était une décision raisonnable. Le poids de l'économie allemande est de loin supérieur. De plus, au vu des taux de rendement dans les zones les plus dynamiques de l'économie européenne, il est illusoire de penser que la BCE aurait pu limiter la spéculation en réévaluant les taux à la hausse. Si l'on en croit les statistiques de l'UE sur les entreprises, les investissements dans le tourisme et l'immobilier espagnols offraient des taux de rendement d'au moins 30 %. Pas étonnant que les investissements se soient démultipliés[39]. Dans le contexte d'une finance mondialisée,

la BCE ne peut pas limiter les flux de capitaux à destination d'une zone aussi dynamique, pas plus que la Fed ne peut endiguer l'afflux de capitaux vers les États-Unis. Les banques irlandaises en sont un excellent exemple. Elles se procurent des financements de gros à la City, en dehors de la sphère d'influence directe de la BCE[40].

Hausse de l'endettement dans la zone euro (en % du PIB), 2000-2007

	Ménages	Sociétés non financières	Sociétés financières	État	Hausse totale de la dette	Indice des prix réels de l'immobilier
Belgique	7	57	124	-26	162	48,7
Allemagne	-10	0	33	5	27	-14,0
Irlande	54	-13	612	-8	645	52,8
Grèce	32	13	41	4	90	37,2
Espagne	34	78	74	-24	162	73,1
France	15	20	113	5	152	81,7
Italie	17	23	22	-7	55	37,6
Pays-Bas	32	-42	217	-12	195	14,4
Autriche	7	68	72	-7	140	1,2
Portugal	26	12	71	13	122	-11,2
Finlande	23	-77	70	-11	4	37,7
Zone euro (11 pays)	*21*	*12*	*132*	*- 6*	*159*	*28,3*
Danemark	37	60	145	-26	216	57,9
Suède	24	49	70	-10	133	55,3
Royaume-Uni	31	-34	367	1	365	63,4
Moyenne	23	15	145	-7	176	38,3

Source : Calculs réalisés à partir des données d'Eurostat et de l'OCDE (pour l'indice des prix réels du logement) et tirés de S. T. H. Storm et C. W. M. Naastepad, « Myths, Mix-ups and Mishandlings : What Caused the Eurozone Crisis ? », conférence annuelle de l'Institute for New Economic Thinking intitulée « Liberté, Égalité, Fragilité », Paris, France, avril 2015, https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/The-Eurozone-Crisis.pdf.

Pour ralentir la spéculation, il aurait fallu non pas un léger ajustement des taux de la BCE, mais une grande mobilisation des gouvernements concernés en matière de politique économique. Ils auraient pu envisager des règles plus strictes en matière de prêt, une restriction de la croissance du système bancaire et même une politique budgétaire plus stricte. Dans le cas de l'Espagne, les grandes banques internationalisées sont bel et bien soumises à de strictes régulations. Les investisseurs étrangers s'attendaient à des normes exigeantes en matière de gouvernance et ils survivent à la crise sans trop de fracas[41]. On ne peut pas en dire autant des prêteurs hypothécaires locaux, c'est-à-dire des *cajas* (« caisses ») qui représentent la moitié du marché du crédit[42]. Elles sont étroitement liées à la vie politique locale et pleinement submergées dans la spéculation immobilière. Entre 2002 et 2009, leur activité est multipliée par 2,5, soit un bilan total de 483 milliards d'euros ou 40 % du PIB espagnol[43]. Mais les initiatives visant à restreindre ces prêts sont vite assimilées à un abus de pouvoir du gouvernement central de Madrid. Et pourquoi les responsables politiques espagnols prendraient-ils des mesures si impopulaires ? L'un des effets secondaires d'une bulle est la bonne mine des bilans. Une réforme intraitable de la gouvernance semble inutile et punitive[44]. Les Espagnols profitent d'une période faste pour la première fois depuis longtemps. Des entreprises telles que Telefónica, Ferrovial et Banco Santander émergent sur la scène mondiale. Le géant de l'habillement, Zara, permet à son propriétaire Amancio Ortega de devenir le plus riche milliardaire d'Europe. Le Premier ministre José Luis Rodríguez Zapatero fait campagne pour que l'Espagne soit invitée à rejoindre un projet de G8 étendu. Grâce à des services sociaux réduits et à la forte hausse des recettes fiscales, le budget de l'État espagnol a bien meilleure apparence que celui de la France ou de l'Allemagne. Pourquoi freiner un tel pic de croissance du secteur privé, a priori sain ?

Au sein du petit groupe de l'élite irlandaise, la même effervescence prévaut. Choyés par les investissements de l'UE et

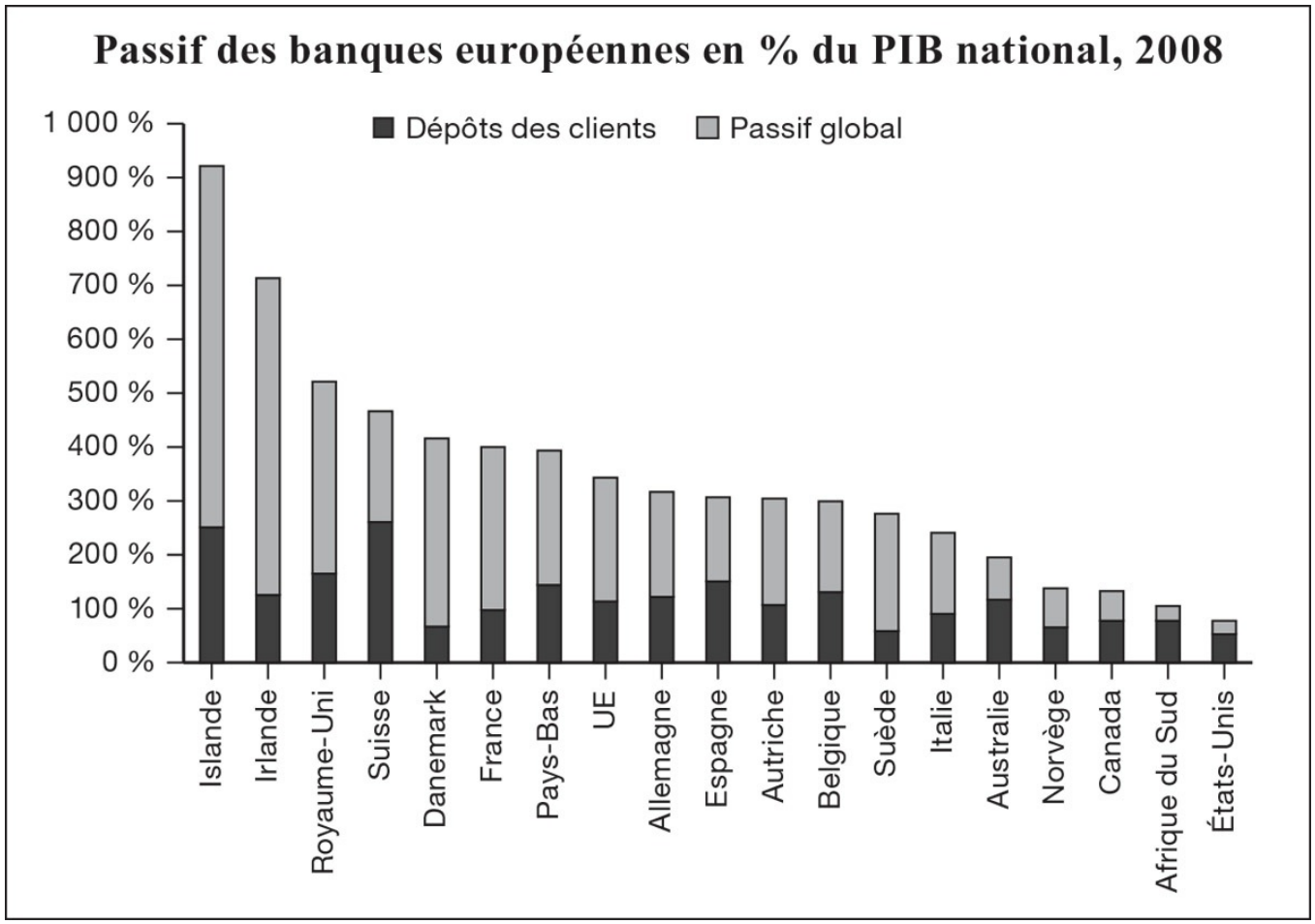
liés par des rapports incestueux aux banquiers et aux promoteurs immobiliers, les responsables politiques vantent les atouts mondiaux du Centre international de services financiers implanté à Dublin. Le système fiscal irlandais permet aux entreprises étrangères de ne pas déclarer à l'administration fiscale des États-Unis et d'autres pays d'Europe des profits à hauteur de plusieurs centaines de milliards d'euros. Si l'Irlande appartient à la zone euro et perçoit des subventions phénoménales de Bruxelles, elle aime se voir comme « un avant-poste des valeurs libérales américaines (ou anglo-américaines) à l'extrémité occidentale d'un continent où diverses formes de démocratie sociale demeurent la norme politique[45] ». Lors de l'élection présidentielle américaine de 2008, le monde, incrédule, observe Phil Gramm, principal défenseur de la libéralisation au Congrès dans les années 1990 et conseiller économique du candidat républicain John McCain, présenter l'Irlande comme la fiancée idéale d'une économie où les impôts sont bas. Bertie Ahern, ancien Premier ministre irlandais tombé en disgrâce, fait le tour du monde pour persuader son public des avantages « de la mondialisation économique extrême, des impôts faibles pour les particuliers et les entreprises, des gouvernements "favorables aux entreprises" et de régulations légères ».

IV

Former une union monétaire présente de nombreux risques et il aurait sans doute été pertinent que l'UE se dote d'une constitution budgétaire. Pourtant, le principal problème de l'Europe n'est pas l'absence d'un mécanisme de prévention dans ce domaine. C'est plutôt l'absence d'organisme chargé de lutter contre les excès en matière financière[46]. Le plus grave échec institutionnel n'est pas l'absence d'union budgétaire, mais l'incapacité à gérer une crise bancaire. Gérer un capitalisme financier étroitement intégré nécessite que l'État soit discipliné, qu'il ait les moyens d'agir et la volonté de le faire. Gérer une crise bancaire de l'ampleur de celle qui se trame en Europe nécessite un État particulièrement compétent.

Le caractère indispensable d'un tel cadre institutionnel apparaît uniquement lorsque nous regroupons les activités locales et mondiales des banques européennes, ce qui permet d'obtenir un tableau complet de leur croissance follement surdimensionnée. Les banques américaines étaient tentaculaires et essentielles à la finance mondiale. Mais c'est en Europe que la finance bancaire a augmenté de manière démesurée[47]. Les banques européennes ont toujours été grandes. Contrairement aux États-Unis, où les marchés boursiers et obligataires sont les principales sources de financements pour les entreprises, les économies européennes s'appuient depuis longtemps sur les emprunts bancaires. Mais en se développant dans toute l'UE et en se nourrissant du circuit financier transatlantique, les banques européennes ont pris une ampleur gargantuesque. En 2007, les trois plus grandes banques au monde en termes d'actifs sont toutes européennes : RBS, Deutsche Bank et BNP. Associés, leurs bilans représentent 17 % du PIB mondial. Le bilan de chacune d'entre elles équivaut quasiment au PIB de son pays d'origine – le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France, qui sont aussi les trois premières économies de l'UE[48]. Dans la petite Irlande, la situation est bien plus extrême. Les passifs de

ses banques atteignent 700 % du PIB. Celles de France et des Pays-Bas ont des passifs avoisinant 400 % du PIB. En Allemagne et en Espagne, ce chiffre correspond à 300 % du PIB. À ce titre, le secteur bancaire de chaque membre de la zone euro est au moins trois fois plus saturé que celui des États-Unis. De plus, les banques européennes dépendent bien plus des financements instables « de gros » et régis par le marché que leurs homologues américains.



Note : Chiffres valables en 2008.

Source : https://qz.com/19386/europe-is-still-massively-overbanked-by-the-way/. D'après des données de Barclays Research.

Étant donné le volume des bilans et la complexité des activités bancaires en Europe, il fallait s'attendre à ce qu'une action collective soit le seul moyen d'endiguer une crise risquant de se propager à toute la zone euro. Demander des mesures

concertées pour dompter, discipliner et sécuriser un secteur en particulier est loin d'être inédit dans l'histoire de l'Europe. L'intégration européenne a commencé quand les Européens ont compris que leurs industries du charbon et de l'acier étaient des sources de conflit et d'instabilité. Ce raisonnement donne naissance à la Communauté européenne du charbon et de l'acier, première étape du « sauvetage européen de l'État-nation[49] ». De la même manière, la Politique agricole commune (PAC) est élaborée dans les années 1960 pour maîtriser les coûts annexes des politiques nationales de soutien à l'agriculture. Il faut attendre les années 1980 pour que cette vision sectorielle de l'UE se démode, remplacée par la simplicité trompeuse du marché unique. Ce point est la véritable lacune de la zone euro. C'est une union monétaire qui unifie les marchés financiers, mais qui ne prévoit aucune des institutions indispensables à la gouvernance d'une union bancaire. Élaborer une constitution budgétaire européenne dans les meilleurs délais est nécessaire pour sous-tendre financièrement un fonds géant de dépôt et de sauvetage.

À la fin des années 1990, alors que l'Union monétaire européenne se profile, Larry Summers a la témérité de demander lors d'un colloque international d'experts financiers : « Les Européens ici présents peuvent-ils m'expliquer ce qu'il se passera si une banque espagnole a de gros problèmes ? Quelles sont les responsabilités respectives des autorités de régulation espagnoles, de la banque centrale d'Espagne, de la BCE et de Bruxelles ? » Cette question réduit l'assemblée au silence. Après une pause gênante, « les Européens se lancent dans un débat chaotique qui n'aboutit à rien mais donne l'impression qu'ils ne veulent pas laver leur linge sale en public[50] ». A posteriori, Larry Summers attribue ce chaos et ce silence gêné à la désunion habituelle qui caractérise le paysage politique européen. En réalité, la situation n'est pas vraiment différente aux États-Unis. Personne dans ce pays ne veut non plus penser à une faillite des banques, pas plus en 1997 qu'en 2007. D'ailleurs, la réaction

de Larry Summers aux remarques maladroites de Raghuram Rajan à la conférence de Jackson Hole en août 2005 révèle clairement que le président de la Fed fait partie des « gens très sérieux » qui imposent ce tabou. Le déni est généralisé. Néanmoins, quand l'impensable se produit, les États-Unis ont un cadre institutionnel fédéral qui leur permet d'improviser une réponse. Au contraire, quand la crise frappe l'UE, elle n'est malheureusement pas dotée de ce type de structure. Pire encore, la tentative de créer un cadre constitutionnel plus solide vient d'échouer face à des limites politiques élémentaires.

Jusqu'au début des années 2000, l'UE fonctionne dans un contexte appelé « consensus permissif » par les politologues[51]. La population européenne accepte le renforcement progressif de l'union sans enthousiasme, mais aussi sans protestation. Contrairement à un mythe très courant, l'UE n'est pas du tout une bureaucratie géante. L'UE emploie moins de personnel que la plupart des villes de taille moyenne. Mais c'est une structure constitutionnelle tentaculaire et incohérente qui ne rend pas réellement de comptes sur le plan démocratique. Elle est insatisfaisante et elle le devient d'autant plus en 2004 avec l'élargissement de l'UE à l'Europe de l'Est. En décembre 2001, le Conseil européen charge une convention européenne d'élaborer un document constitutionnel afin de veiller à l'efficacité des institutions, de définir plus précisément les responsabilités et d'ouvrir la voie à l'expansion de l'Europe. Cette convention est une commission de gros bonnets dirigés par un vétéran de l'européanisme français, l'ancien président François Giscard d'Estaing[52]. La proposition entérine un nouvel équilibre entre, d'une part, la prise de décisions centralisée par des votes à la majorité, et, d'autre part, le rôle irréductible des États-nations européens. Elle subordonne toutes les institutions et traités qui étaient jusque-là les piliers de l'intégration européenne à une seule grande Union européenne. L'ambition de l'Europe est définie comme une « économie sociale de marché » qui donne priorité au plein-emploi, à

la « justice sociale » et à la « solidarité intergénérationnelle », ainsi qu'à la lutte contre « l'exclusion sociale et la discrimination », tout en promettant d'être « très compétitive[53] ».

La constitution regroupe de manière pratique tous les principes de la bonne gouvernance en vigueur au début des années 2000. La Confédération européenne des syndicats donne son aval. Tony Blair et le gouvernement du New Labour sont enthousiastes. À Washington, les membres du Hamilton Project auraient sûrement été ravis d'y associer leur nom. Mais le 29 mai 2005, la France rejette la constitution par référendum populaire, suivie des Pays-Bas en juin. L'hostilité de la gauche envers le caractère libéral de l'UE et l'hostilité nationaliste contre Bruxelles réussissent à créer de larges majorités contre le texte. C'est un choc profond. Le consensus permissif est mort. Quels que soient les bienfaits et les torts de la constitution, la démocratie populaire s'est affirmée et l'élite européenne se retrouve dans la plus grande confusion[54]. Étant donné la réalité de l'intégration économique et financière de plus en plus poussée et de l'élargissement de l'UE à l'Europe de l'Est, le projet de réorganisation de l'Europe ne peut simplement être abandonné. Il faut trouver une autre solution. Si une véritable constitution n'est plus envisageable, l'Europe devra s'en remettre à la formule éprouvée du traité intergouvernemental. Cet objectif donne à l'Allemagne un rôle essentiel et, à partir de novembre 2005, elle est incarnée par la chancelière Angela Merkel.

La relation de Merkel à l'Europe est très différente de celle de son mentor, Helmut Kohl[55]. Ayant grandi en RDA pendant la guerre froide, sa fascination précoce pour le monde extérieur concerne d'abord la Russie, puis le Royaume-Uni et les États-Unis. Ça ne fait qu'un avec son adoption du mondialisme et de ses causes dans les années 1990, notamment la politique environnementale et le changement climatique. L'Allemagne unifiée lui permet de se réaliser. Au-delà de ça, le monde de Merkel est bien plus grand que l'Europe. Pour toutes ces raisons – et c'est un point crucial – la chancelière allemande ne se tourne

pas vers Bruxelles pour gérer les affaires européennes et trouver des solutions. Elle n'appartient pas au clan fédéraliste. Au lieu de voir l'avenir de l'Europe dans la construction d'institutions européennes communes et d'une machinerie manœuvrée depuis Bruxelles, Merkel défend l'intergouvernementalisme. Elle cherche à mettre en œuvre de grands accords entre les États-nations européens. Certains soupçonnent que ce n'est qu'une façon déguisée d'installer la domination allemande[56]. Des nationalistes à la marge du paysage politique allemand nourrissent peut-être de tels projets. Mais Merkel n'en fait pas partie, pas plus que les autres dirigeants clés à la CDU, notamment son ministre de l'Intérieur, Wolfgang Schäuble. En 2009, ce dernier remplace Peer Steinbrück au ministère des Finances dans le deuxième gouvernement de Merkel. Contrairement à la chancelière, Wolfgang Schäuble est un fédéraliste qui souhaite ardemment renforcer l'intégration du cœur de l'Europe. Leur point commun n'est pas un désir de dominer l'Europe. À l'aube du XXIe siècle, aucun grand projet hégémonique ne se trame à Berlin. Leur point commun est la conviction que l'Allemagne a non seulement le droit, mais aussi la mission historique d'être un protagoniste clé qui peut imposer son veto dans le cadre des affaires européennes. La terrible histoire de l'Allemagne lui interdit toute stratégie de domination et même toute forme d'autorité trop confiante. Mais la prospérité de l'Allemagne réunifiée lui confère le droit de revendiquer que les solutions européennes respectent ses critères, que Berlin appliquera comme bon lui semble. C'est une position minimale, exigeante et parfois arbitraire et égoïste. Le rôle de « Madame Non », que Merkel assume volontiers sur la scène européenne, a le ferme soutien de son électorat en Allemagne. Si quelque chose lui échappe, ce n'est pas un désir réprimé de domination, mais une tendance à sous-estimer à quel point le succès et le prestige international de l'Allemagne sont en réalité indissociables de l'Europe. Cette réussite donne aussi à l'Allemagne le droit d'imposer son rythme. Un veto prend du

temps et lors d'une crise pressante, qu'elle concerne la finance ou les relations internationales, le temps perdu peut coûter très cher. Plus la crise est aiguë, plus le détenteur du veto joue un rôle décisif dans la maîtrise du temps. Quand la tempête éclate en Europe, il n'est pas étonnant qu'une crainte de la « domination allemande » et que les appels au leadership allemand s'intensifient. Berlin, de son côté, cherche d'autant plus à maîtriser le rythme des événements.

C'est une coïncidence fatidique qu'après la débâcle constitutionnelle de 2005, l'Allemagne prenne la présidence tournante du conseil de l'UE. À ce moment, alors qu'elle vient de devenir chancelière, Merkel assume la responsabilité d'élaborer et de défendre un nouveau texte pour remplacer la constitution recalée. Après des mois de préparatifs méticuleux sous haute tension à Berlin, le résultat est le traité de Lisbonne, dévoilé en décembre 2007. Comme la constitution, le traité de Lisbonne fusionne les différents piliers du projet d'intégration européenne en une grande Union européenne comptant 500 millions d'habitants. Il crée une nouvelle politique étrangère et de défense pour l'UE. Il simplifie la Commission et entérine le principe du vote à la majorité, essentiel pour que soit gérable la nouvelle structure élargie. Surtout, il accorde au Conseil le rôle de représentation des gouvernements nationaux de l'Europe et il crée une présidence du Conseil qui devient son représentant permanent. Il met fin à toute prétention exécutive de la part de l a Commission et de son président[57]. Nombre des dispositions essentielles du premier traité constitutionnel sont ainsi reprises. Mais la défaite de 2005 a laissé une empreinte durable. La primauté des gouvernements nationaux est réaffirmée. Jusqu'à nouvel ordre, aucune autre mesure ne sera prise en vue de l'intégration fédérale. Les grandes orientations européennes ne seront pas centralisées à Bruxelles, elles seront négociées au moyen d'accords intergouvernementaux.

Quand le premier boom financier du XXIe siècle prend un mauvais tour en 2007, l'Europe est tiraillée. Son intégration

économique est extrêmement poussée et la BCE préside en retrait le système financier hyperactif qui lie la zone euro à la City et à Wall Street. Et pourtant, les questions politiques globales relatives à l'intégration européenne sont reléguées au second plan. Le traité de Lisbonne a entériné l'intergouvernementalisme et les électeurs européens ont prouvé qu'ils étaient prêts à utiliser leur veto contre toute mesure plus ambitieuse. À cause de ce déséquilibre, la réaction de l'UE face à une crise imprévue est parfaitement mystérieuse. Et cette observation n'est pas seulement valable pour la finance.

V

En comparant les débats politiques américains et européens au début des années 2000, on s'aperçoit qu'ils comptent de nombreuses préoccupations semblables. Sur les deux continents, les spécialistes s'intéressent avant tout à la discipline budgétaire et à la compétitivité internationale, aux incitations du côté de l'offre, à l'optimisation des dépenses publiques, aux déficits, à des politiques d'aide sociale justifiées par des données tangibles, à la réforme de l'école et à des marchés flexibles de l'emploi. Ces questions sont les signes distinctifs d'une version édulcorée de l'économie de marché régie par l'offre, héritée de l'époque de Reagan, de Thatcher et du consensus de Washington dans les années 1990. Des deux côtés de l'Atlantique, les décideurs ont aussi en commun des angles morts. Ils ont une confiance aveugle dans les marchés et aucun d'eux ne voit venir la menace du nouveau modèle bancaire fondé sur le marché. Des deux côtés de l'Atlantique, ils ne voient pas les risques qui s'accumulent dans les banques surendettées, qui comptent sur des volumes importants de financement de gros. Pourquoi ces deux camps ont-ils tant de mal à reconnaître les risques qu'ils ont en commun ? Et pourquoi l'interprétation de la crise est-elle si différente des deux côtés de l'Atlantique depuis 2008 ?

Il y a bien une différence cruciale : à partir du matin du 11 septembre 2001, les États-Unis sont une superpuissance en guerre. Et sous le gouvernement de Bush, c'est même un régime qui mène une guerre mondiale contre le terrorisme. Après l'attentat contre le World Trade Center, l'Europe est d'abord solidaire. L'expulsion des talibans à Kaboul fait l'unanimité. Mais pendant l'hiver 2002-2003, alors que Washington et Londres défendent une invasion de l'Irak, cet engagement commun disparaît. Les gouvernements allemand et français s'opposent à la guerre, comme les millions d'Européens qui descendent dans la rue pour former des manifestations qui sont parmi les plus grandes de l'histoire européenne. C'est à ce moment que

le néoconservateur américain Robert Kagan invente la célèbre expression selon laquelle les Américains viennent de Mars et les Européens de Vénus [58]. Les plus éminents intellectuels de l'Europe ripostent. L'alliance improbable de Jürgen Habermas et de Jacques Derrida est une contre-attaque. Pour eux, le fossé transatlantique dépasse largement la politique étrangère. Il s'étend aussi à la politique sociale et à la culture politique. Au début du XXIe siècle, ce n'est pas moins qu'un fossé civilisationnel, une scission de la modernité, entre le monde postimpérial assagi de l'Europe et la sphère anglo-saxonne expansive et impérialiste [59].

Un abîme sépare habituellement la géopolitique mondiale après le 11 septembre et les interprétations des origines de la crise financière. Mais en y regardant de plus près, on se rend compte que le bourbier de l'Irak hante l'élite des décideurs à Washington au début des années 2000 : cette situation lui rappelle le Vietnam et la crise de l'autorité américaine. L'essor de la Chine contribue à cette impression de menace. « L'équilibre de la terreur financière », expression employée par Larry Summers pour désigner l'équilibre commercial sino-américain, est révélatrice. Ce n'est pas sous cet angle que les Allemands et les Néerlandais voient leur excédent commercial. La militarisation généralisée du langage qui décrit le leadership national aux États-Unis est d'autant plus flagrante après le début de la crise. C'est une rupture transatlantique fondamentale à la fois en termes de rhétorique et d'image de soi.

En ce qui concerne la culture politique, les différences sont indéniables. En revanche, prendre pour argent comptant l'aliénation transatlantique revendiquée au début des années 2000 et y voir une description de la réalité économique ou géopolitique serait un aveuglement à deux égards [60]. Il est illusoire de penser que « l'Europe sociale » s'est fondamentalement écartée de la logique d'un « capitalisme financier » survitaminé, à l'américaine. En réalité, le capitalisme financier de l'Europe est encore plus surdimensionné et

le continent doit une bonne partie de sa croissance à sa participation plus qu'active au boom américain. De plus, quelles que soient les divergences sur l'Irak, l'affectation d'innocence géopolitique qu'adopte l'Europe est un phénomène récent. Si elle a refusé d'aller en Irak, la France reste engagée dans de nombreuses guerres postcoloniales. Et l'Europe ne se contente pas de « petites guerres ». Dans les années 1980, les membres européens de l'OTAN ont activement contribué à la victoire de la guerre froide et veillé à ce que la paix soit durable. Les tensions avec l'Union soviétique atteignant des sommets, les enjeux auraient difficilement pu être plus élevés. L'attachement de la RFA au pouvoir de contraindre est notamment remarquable. À son apogée, la Bundeswehr compte 500 000 soldats et a la possibilité de mobiliser 1,3 million d'hommes. Le déploiement de missiles de croisières équipés d'ogives nucléaires et de missiles Pershing en Europe en 1983 est un effort transatlantique qui unit une génération de partisans de la tradition atlantiste, malgré l'opposition concertée de la gauche en Europe et aux États-Unis[61]. Les gourous du culte européen de l'innocence au XXIe siècle résident bien évidemment à Bruxelles. Mais si l'UE préfère le nier, elle est loin d'être inactive sur l'échiquier géopolitique issu de la guerre froide. Avec ses voisins en Méditerranée et en Europe de l'Est, les relations sont complexes et ne peuvent pas facilement être démêlées grâce à la puissance de frappe de l'OTAN ou à une protection des frontières par la force. Et ce n'est pas anodin, car l'UE a beau rester à l'écart du conflit au Moyen-Orient et refuser de voir l'essor de la Chine comme une menace géopolitique, c'est bien aux portes de l'Europe qu'une véritable confrontation violente éclate, au moment même où le système bancaire mondial commence à imploser. En août 2008, alors que les marchés financiers courent à la catastrophe, la Géorgie et la Russie entrent en guerre.

Chapitre 5

UN MONDE MULTIPOLAIRE

Le retour de la Russie sur la scène internationale au début des années 2000 est encore plus lié à la croissance économique mondiale que l'avènement de la Chine. La Russie inonde les marchés mondiaux de gaz et de pétrole. Ses banques et ses groupes industriels empruntent allègrement en Europe et aux États-Unis. Comme la Chine, la Russie a une réserve considérable de dollars, mais contrairement à la Chine, ses liens financiers et économiques avec les États-Unis sont indirects. La Russie ne gagne pas ses dollars en exportant aux États-Unis. Elle vend son gaz et son pétrole en Europe et en Asie. De plus, alors que le Parti communiste chinois n'hésite pas à s'approcher de l'Occident, l'ex-Union soviétique n'est pas encore remise d'avoir perdu la guerre froide. Au Kremlin, personne ne se souvient avec nostalgie de la période de coopération entre Nixon et Kissinger. Ce n'est donc pas un hasard si Vladimir Poutine, président russe et ancien agent du KGB, pose la question que la Chine et les États-Unis préfèrent ne pas évoquer à voix haute : quelles sont les incidences géopolitiques d'une économie mondiale rééquilibrée et réintégrée ? Et en posant cette question, Poutine met au jour l'absence de consensus en Occident – au sein de l'Europe et entre l'Europe et les États-Unis – sur l'architecture géopolitique qui doit encadrer le développement économique et financier. Le débat concerne le monde entier, mais surtout les portes de l'Europe, c'est-à-dire l'Europe de l'Est, vitrine de la transition capitaliste après la guerre froide.

I

En Europe, contrairement à l'Asie, le triomphe de « l'Occident » sur le communisme est absolu. C'est un triomphe du pouvoir de contraindre et du pouvoir de convaincre, celui de la puissance militaire, politique et économique. Les Allemands créditent peut-être plus Gorbatchev et la détente, les Américains préfèrent peut-être évoquer Ronald Reagan et *Star Wars*, mais peu importe : l'alliance atlantique est unie dans la victoire. Personne ne bénéficie plus de la fin de la guerre froide que l'Allemagne fraîchement réunifiée, et c'est la coopération germano-américaine qui ancre cette victoire. En 1990, le président François Mitterrand est favorable à la conciliation et souhaite intégrer l'ancien bloc soviétique à une politique européenne commune de défense, devant succéder à l'OTAN et au pacte de Varsovie[1]. Mais Helmut Kohl et George Bush père ne veulent pas en entendre parler. L'Occident est victorieux et fixera les termes de la réunification européenne.

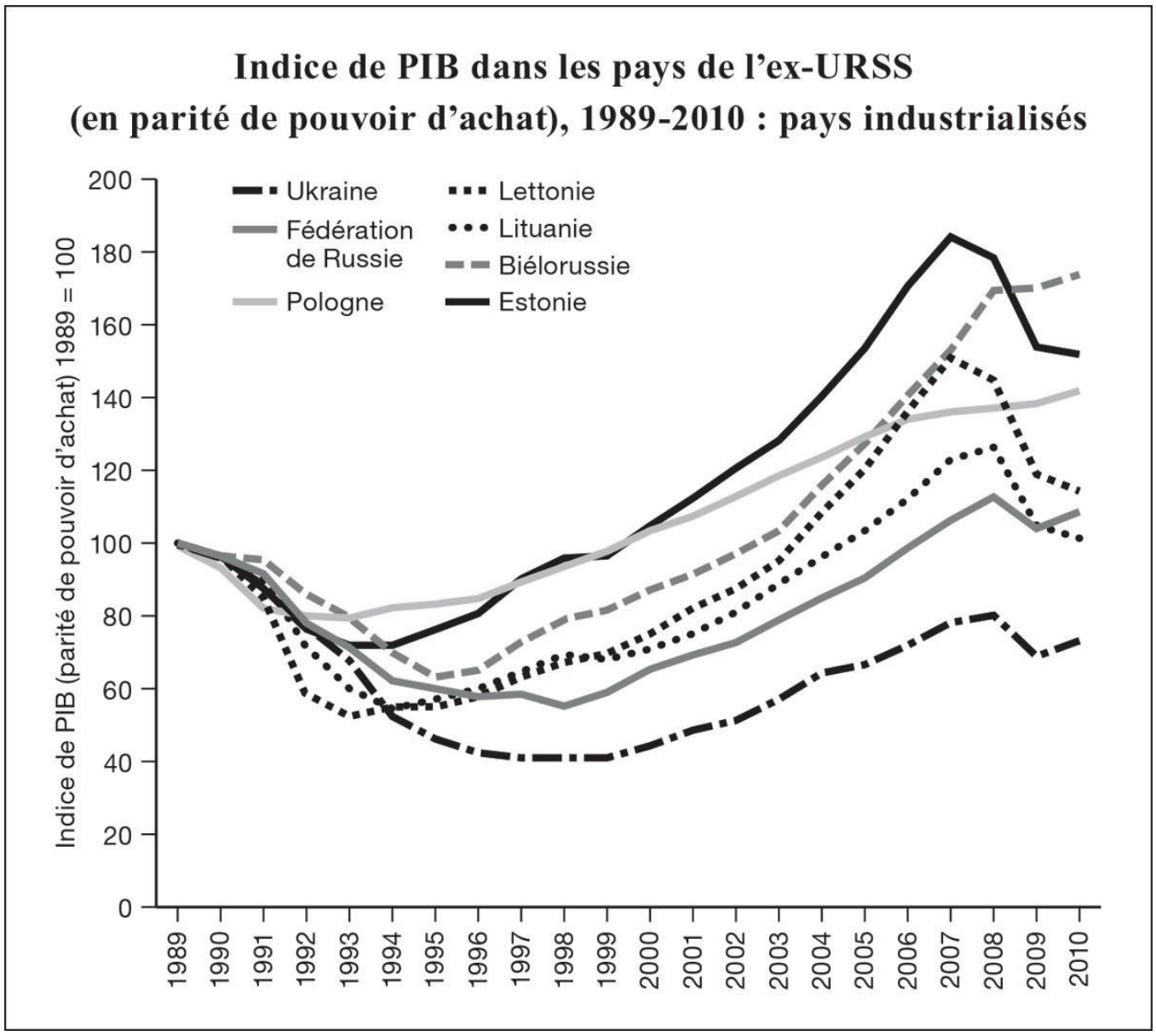
La chute du Mur et la dissolution de l'Union soviétique en décembre 1991 amoindrissent et isolent la Russie. Le pays n'a pas été si faible depuis la sombre époque de la coûteuse paix de Brest-Litovsk, négociée par Lénine en 1918. Quand Boris Eltsine est au pouvoir, les relations de Moscou avec l'Occident sont amicales. Mais l'économie russe est un naufrage. Selon George Soros, la Russie est « une économie planifiée et centralisée dont le centre a été anéanti[2] ». Durant la récession de la phase transitoire, l'inflation s'envole et le PIB réel de la Russie chute de plus de 40 % entre 1989 et 1995. Le « mardi noir », 11 octobre 1994, le rouble perd plus d'un quart de sa valeur face au dollar en une seule séance boursière incontrôlable. Il faut attendre 1995 pour que l'économie russe se stabilise. Une reprise modeste, alimentée par l'importation considérable de capitaux étrangers, permet au pays de reprendre son souffle, mais il est de nouveau déstabilisé par la crise financière asiatique de 1997[3]. Peinant à maintenir son taux de change, la banque centrale russe met en

place un contrôle des changes et supplie le FMI de lui accorder un prêt d'urgence[4]. Mais en août 1998, le gouvernement de Boris Eltsine perd pied. Le 17 août, Moscou dévalue sa monnaie et déclare un moratorium de quatre-vingt-dix jours sur le paiement de dettes étrangères détenues par les banques russes. Le rouble est en chute libre et son cours plonge d'un rapport de 7 à 21 roubles pour un dollar. Le coût des importations s'envole. Les Russes qui avaient emprunté à l'étranger risquent la faillite. Puis, le 19 août, le gouvernement russe entre en défaut de paiement sur ses dettes intérieures libellées en roubles. En octobre 1998, 40 % de la population vit sous le seuil du minimum vital. Moscou en est réduite à solliciter l'aide de la communauté internationale afin d'assumer le coût des importations alimentaires. Face à l'inflation galopante, soit un taux annualisé de 84 %, les Russes perdent confiance en leur monnaie. Au début du nouveau millénaire, les dollars représentent 87 % de la valeur des devises en circulation en Russie. En dehors des États-Unis, la Russie est la première économie en dollars au monde. Les investisseurs étrangers en Russie doivent payer leurs taxes locales dans la devise américaine. La Russie devient l'ultime exemple de dollarisation, une ancienne superpuissance dotée de l'arme nucléaire dont la monnaie provient de Washington[5].

À l'exception de l'Ukraine, indépendante depuis peu, la Russie est le pays le plus durement touché après la chute de l'URSS, bien que les années 1990 soient une période difficile pour l'ensemble de l'ancien bloc de l'Est[6]. En se débarrassant de la structure institutionnelle de la planification, les marchés d'Europe de l'Est et de l'ancienne Union soviétique vivent un traumatisme économique. En moyenne entre 1989 et 1994, la production chute de plus de 30 %. L'inflation, le chômage et les inégalités sociales augmentent fortement, tandis que les salaires réels plongent et les aides sociales datant du communisme disparaissent. Dans les États baltes, les salaires accusent une baisse sidérante dans les années 1990, soit une chute de 60 % en Estonie et de 70 % en Lituanie. Pour des millions de

personnes, l'émigration, même dans la clandestinité, est la meilleure solution.

C'est dans ce contexte que l'OTAN et l'UE décident de s'élargir à l'Est afin de stabiliser la crise en cours, de proposer une orientation pour l'avenir et de redessiner définitivement la carte géopolitique[7]. La double expansion de l'UE et de l'OTAN n'est pas coordonnée. Elle est motivée tant par les Européens de l'Est que par Washington, Berlin et Paris. Les Polonais, les Hongrois, les Tchèques et les Slovaques – le groupe de Visegrad – veulent adhérer à l'OTAN dès février 1991. L'UE enchaîne par un accord d'association. Mais l'UE ne valide l'élargissement qu'en 1993 et ne définit précisément ses conditions qu'en 1997. Si certains observateurs extérieurs appellent à un nouveau plan Marshall afin de lancer le développement économique, l'UE offre aux candidats en Europe de l'Est une aide technique et spécialisée pour tout transformer, des finances publiques aux infrastructures de transport, en passant par les droits de propriété et le système juridique. L'OTAN, qui ne se soucie que de la dimension militaire, peut avancer bien plus rapidement. Dès 1999, les Polonais, les Hongrois et les Tchèques obtiennent l'adhésion pleine et entière. Le véritable choc a lieu en 2004. Le 1er avril de cette année, la Bulgarie, l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Slovaquie, la Slovénie et la Roumanie rejoignent l'OTAN. Un mois plus tard, tous sauf la Bulgarie et la Roumanie entrent dans l'UE. Les deux retardataires sont jugés prêts à rejoindre l'union en 2007.



Source : http://www.ggdc.net/maddison/maddison-project/home.htm.

Ce processus a duré quinze ans à partir de la fin de la guerre froide. Washington a des doutes, et de nombreux gouvernements en Europe de l'Ouest sont réticents à l'idée d'étendre l'UE à l'Est. Les coûts s'annoncent gigantesques. Le risque de provoquer la Russie est évident. En 2003, les divisions sur l'invasion de l'Irak sont profondes et embarrassantes[8]. Les Européens de l'Est qui sont candidats à l'OTAN et l'UE doivent choisir. D'un côté se trouvent Berlin et Paris, opposées à la guerre. De l'autre se trouvent Washington, Londres et leurs sympathisants, Madrid et Rome. L'Europe de l'Est, dans sa grande majorité, choisit la guerre et le secrétaire américain à la Défense, Donald

Rumsfeld, n'hésite pas à remuer le couteau dans la plaie en opposant la « nouvelle Europe » à « la vieille », ce qui rend la France et l'Allemagne amères et isolées[9]. En 2003, la vision d'une « identité européenne » distincte proposée par Habermas et Derrida s'oppose autant aux Européens de l'Est qu'aux Anglo-Américains. C'est le cœur de l'Europe de l'Ouest qui compte. La Commission européenne doit faire bonne figure. Son président, Romano Prodi, aime répéter que la chute du Mur en 1989 et l'unification non seulement de l'Allemagne, mais aussi de l'Europe, ne marque pas la fin de l'histoire mais un nouveau commencement[10]. Si l'histoire européenne a longtemps été synonyme de conflits et de pénurie, l'Europe n'a maintenant plus rien à craindre et le monde n'a plus rien à craindre de l'Europe. L'UE a surmonté les rapports de force classiques du XIXe siècle et la trêve armée de la guerre froide. En apportant la stabilité, la prospérité et la règle de droit, l'UE réalise le rêve de paix perpétuelle formulé par Kant.

Romano Prodi s'exprime comme si l'UE était sur le point de devenir une puissance mondiale à la fois équipée du pouvoir de convaincre et du pouvoir de contraindre. En réalité, la configuration géopolitique issue de la guerre froide est beaucoup plus incertaine et fragile. L'UE n'a jamais développé ses capacités militaires. Non seulement la coopération militaire européenne est factieuse et vue d'un mauvais œil par Washington, mais les États européens profitent tous des bénéfices de la paix. Face à la faiblesse russe, pourquoi ne pas démanteler leur ancien appareil militaire datant de la guerre froide ? C'est cette décision qui ouvre le fossé transatlantique sur la politique de défense dans les années 2000. Elle rend aussi les Européens de l'Est d'autant plus dépendants des Américains, dont la domination militaire progresse constamment avec les années. Parallèlement, après la première phase d'aide financière au début des années 1990, les États-Unis ne jouent guère plus qu'un rôle périphérique dans l'intégration globale de la nouvelle Europe. Sur le terrain, c'est l'UE qui s'emploie à

effacer l’héritage de l’expérience soviétique.

II

L'intégration de l'Europe de l'Est à l'UE et à l'OTAN est un processus complet qui associe les dimensions géopolitiques, politiques et bureaucratiques. Mais ce sont les entreprises d'Europe de l'Ouest, et non les autorités, qui l'encouragent[11]. En Europe de l'Est, les salaires des années 1990 représentent moins d'un quart de ceux qui ont cours en Allemagne : les entrepreneurs sont irrésistiblement attirés par la main-d'œuvre hautement qualifiée de l'Est. Le processus d'intégration est même plus spectaculaire que celui qui unit le Canada, les États-Unis et le Mexique dans le cadre de l'ALÉNA. Moins de dix ans après la chute du communisme, environ la moitié des moyens de production industrielle en Europe de l'Est est aux mains de multinationales européennes[12]. Les usines automobiles est-européennes, qui représentent sous peu 15 % de la production européenne, appartiennent pour 90 % à des étrangers – le rachat de Skoda par VW étant un cas emblématique. Pendant ce temps, le principal investisseur en Pologne dans les années 1990 est Fiat, suivi du constructeur coréen Daewoo[13].

Si les capitaux privés prennent les devants, ils sont suivis par un nombre croissant d'investissements publics. Dans toute l'Europe de l'Est, des autoroutes et des bâtiments publics sont ornés de la couronne d'étoiles sur fond bleu, emblème de l'UE. Si les premières dépenses restent modestes, la situation évolue à partir de 2000 grâce au Fonds de cohésion, au Fonds européen de développement régional et aux subventions agricoles de l'UE, et des dizaines de milliards d'euros affluent d'Ouest en Est. Au cours de la dernière période de financement, 2007-2013, 175 milliards d'euros ont été affectés à des fonds structurels pour l'Europe de l'Est, dont 67 milliards ont pour destination la Pologne[14]. Les Tchèques perçoivent 26,7 milliards d'euros et les Hongrois 25,3 milliards. Dans toute la région, les fonds européens permettent de financer 7 % à 17 % de la formation brute de capital fixe en sept ans. Les sommes injectées par Bruxelles

dans les nouveaux États membres est-européens sont comparables par leur ampleur au célèbre plan Marshall déclenché en 1947 pour secourir les pays en ruines d'Europe de l'Ouest. Après la Seconde Guerre mondiale, il a fallu attendre la fin des années 1950 pour que les capitaux privés traversent l'Atlantique en quantité, mais dans les économies en transition de l'Europe de l'Est, l'impact des fonds publics de l'UE est immédiatement démultiplié par des investissements privés.

La reprise des moyens de production industrielle d'Europe de l'Est dans les années 1990 n'est que le début. Fin 2008, les banques d'Europe de l'Ouest implantées dans les économies postsoviétiques avaient émis 1 300 milliards d'euros de crédits. Ces chiffres colossaux sont le résultat de « prêts étrangers », mais ils reflètent aussi la prise de contrôle totale du système bancaire local. Dans la zone euro, les banques françaises, néerlandaises, britanniques et belges acheminent des fonds vers des zones dynamiques telles que l'Irlande et l'Espagne, mais dans les anciens pays communistes, d'autres établissements ont la main, tels qu'ING pour les Pays-Bas, Bayerische Landesbank pour la Bavière, Raiffeisen Bank pour l'Autriche ou UniCredit pour l'Italie.

Créances des banques d'Europe de l'Ouest sur l'Europe centrale et de l'Est (en milliards de dollars)

	Autriche	Belgique	France	Allemagne	Italie	Pays-Bas	Suède	Europe de l'Ouest
Bulgarie	5,7	2	3,6	2,8	8,1	0,7	0	41,5
Rép. tchèque	65,1	56,7	38,6	12,7	19	6,2	0,2	205,7
Hongrie	38,3	18,7	11,9	37,9	29,3	5,6	0,3	153,3
Pologne	17,2	25,2	22,9	55,4	54,4	41,2	8,1	287,4
Roumanie	46,5	1,2	17,6	3,8	12,9	11	0,2	124,1
Slovaquie	33,2	10,9	6,4	4,1	23,6	6,7	0,2	87,3
Estonie	0,3	0,1	0,1	1,1	0,4	0	32,7	40,2
Lettonie	0,8	0	0,4	4,8	1,4	0	25,0	43,3
Lituanie	0,3	0,1	0,4	3,8	0,7	0	28,9	45,5
Biélorussie	2,1	0,1	0,2	0,9	0,2	0,1	0	3,8
Russie	23,9	10,3	34,7	49,5	25,7	25,5	9,9	222,6
Ukraine	12,9	0,8	10,6	5	4,9	3,7	5,4	52,8
Total	**246,3**	**126,1**	**147,4**	**181,8**	**180,6**	**100,7**	**110,9**	**1 307,5**

Source : Danske Bank Research, « Euro Area : Exposure to the Crisis in Central and Eastern Europe », 24 février 2009, tableau 1.

Dans toute l'Europe de l'Est, l'intégration financière se poursuit « jusqu'en bas ». Des emprunts en devises étrangères financent même des prêts immobiliers, des cartes de crédit et des prêts automobiles. En Hongrie, le cas le plus extrême, l'intégralité de la hausse de 130 % de la dette des foyers entre 2003 et 2008 est due à des emprunts en devises. Rien ne signifie plus clairement et personnellement votre entrée dans l'Occident que l'achat d'un nouveau logement financé en francs suisses.

L'incidence de cette intégration simultanément financière, politique et diplomatique est radicale. Dans les principales villes d'Europe de l'Est, le niveau de vie matériel converge rapidement avec les normes en vigueur à l'Ouest. Et il n'est nullement surprenant que ça impressionne les ex-républiques soviétiques moins bien loties, plus à l'est. Au début des années 2000, nombre

de ces anciens pays satellites semblent prisonniers d'une faille temporelle. Quand il était ministre des Affaires étrangères de Gorbatchev, Edouard Chevardnadze était un favori de l'Occident. Mais au tournant du siècle, son régime autocratique en Géorgie est si corrompu que même le FMI s'abstient de lui accorder des fonds. L'Ukraine a quasiment autant souffert que la Russie pendant l'effondrement économique des années 1990 et montre très peu de signes de reprise. Le contraste avec son voisin polonais est déchirant. En 2003 et 2004, les « révolutions de couleur » en Géorgie et en Ukraine sont avant tout motivées par la détermination de ne pas prendre plus de retard et ainsi passer à côté des changements spectaculaires qui ont lieu plus à l'ouest[15]. Le nom du principal groupe ukrainien de protestation, PORA, signifie « il est temps ». Son symbole est une pendule[16]. Les retardataires de l'ex-URSS n'ont plus de temps à perdre. En Ukraine, les révolutionnaires de 2004 prennent soin de préserver un équilibre géopolitique et ne choisissent ni la Russie ni l'Occident. En Géorgie, la situation est plus simple. Edouard Chevardnadze ayant été évincé, en 2006, le nouveau régime soutenu par l'Occident et dirigé par Mikhaïl Saakachvili savoure son nouveau statut de « grand réformateur » décerné par la Banque mondiale. Sous peu, des soldats géorgiens sont déployés pour prêter main-forte à la coalition en Irak[17]. Bruxelles prétend peut-être que « l'UE ne fait pas de géopolitique », et ce slogan convient aux décideurs de la Vieille Europe, notamment à Berlin, mais pour le groupe d'États qui rejoint l'OTAN et l'UE entre 1999 et 2007, ça n'a pas grand sens. L'intégration à l'UE et à l'OTAN est née de la guerre froide. L'expansion à l'est de ces deux organisations depuis 1989 est le résultat de la défaite de l'Union soviétique. Pour les nouveaux États membres, la logique historique qui lie l'UE à l'OTAN et donc aux États-Unis est indéniable. L'intégration à l'Occident est une promesse de sécurité et de prospérité. Mais elle comporte aussi des risques, à la fois financiers et géopolitiques.

III

Au cours de l'intégration financière de l'Europe de l'Est et des économies émergentes, la question des devises est primordiale. Il n'y a pas de régime monétaire uniforme dans les anciens pays communistes[18]. Dans les pays Baltes, la Lettonie choisit comme unité de référence fixe l'euro, sous le contrôle de la banque centrale. La Lituanie et l'Estonie préfèrent des caisses d'émission : dans ce cadre, l'ensemble du système monétaire national est lié au stock d'euros détenu par la caisse d'émission. Les Polonais et les Tchèques optent pour un cours flottant. La Hongrie permet au forint d'évoluer au sein d'une marge de fluctuation. La Bulgarie choisit une caisse d'émission et l a Roumanie un taux flottant dirigé, qui permet à la banque centrale d'intervenir périodiquement afin de guider le mouvement des marchés de change au sein de marges de fluctuation[19]. Ces pays ont en commun l'attente optimiste d'une convergence avec l'UE et, à terme, d'une adhésion à l'UE. Et ces espoirs ne sont pas de simples rêves illusoires. L'adaptation anticipée des économies de l'Europe de l'Est aux conditions imposées par l'UE change leur façon de faire des affaires, mais aussi le fonctionnement des marchés, et détermine qui possède quoi. Tout aussi essentielle est l'adaptation de leurs institutions décisionnelles et de leurs équipes dirigeantes. Grâce à la participation active de la Banque d'Angleterre et de la BCE, les États d'Europe de l'Est sont dotés au début du XXIe siècle de banques centrales occidentalisées, où travaillent des économistes professionnels[20]. Personne n'est plus enthousiaste à l'idée d'une adhésion à l'euro que les responsables des banques centrales, car un alignement avec Bruxelles et Francfort rehaussera certes leur prestige, mais les protégera aussi de pressions politiques nationales non désirables. Sous peu, ils rejoindront l'élite mondiale à la tête des banques centrales.

L'Europe de l'Est met en place, aux portes de l'Europe, les conditions d'une expansion trop optimiste, reproduisant ainsi

la conjoncture qui avait secoué les marchés émergents dans les années 1990. De belles histoires de réforme du marché et de privatisation, associées à la libre circulation des capitaux et à la relative stabilité des taux de change, mènent à un afflux impressionnant de capitaux vers la région, ce qui renforce la pression sur les taux de change. Tous les indicateurs sont au vert. Mais l'ensemble de ces facteurs – l'économie nationale en pleine croissance, l'amélioration du taux de change, les réserves en hausse – ont une origine commune : le pic colossal de capitaux étrangers en Europe de l'Est. Et si ce flux s'inversait ? Que se passerait-il en cas d'arrêt brutal ?

Dans le plus grand secret, le FMI réalise en février 2007 une simulation afin de mettre en scène son intervention en Hongrie, qui fait partie des économies est-européennes les plus exposées. Craignant un mouvement de panique, les cadres du FMI créent une messagerie électronique parallèle, appelée SimulationMail, afin de garantir la confidentialité de l'exercice et d'éviter que des informations ne soient divulguées [21]. La banque centrale hongroise reproduit de son côté cette simulation. Les résultats sont rassurants, annonce-t-elle joyeusement à la BCE pendant l'été 2007. Un avertissement est toutefois émis : 60 % du secteur bancaire hongrois est aux mains d'établissements belges, autrichiens, italiens et allemands. En cas de crise, Budapest devra coopérer le plus étroitement possible avec ses homologues d'Europe de l'Ouest pour s'en sortir [22].

La situation hongroise est gravement déséquilibrée, mais celle des États baltes est bien pire. Début 2008, le FMI note que l'économie lettone est en surchauffe, au point que ses importations surpassent ses exportations pour un montant équivalent à 20 % du PIB [23]. Selon les modèles du FMI, sa monnaie est surévaluée de 17 % à 37 %. Puisque la Chine et les États-Unis sont dans l'impasse à cause de leurs déséquilibres commerciaux, le personnel du FMI estime qu'il vaut peut-être mieux présenter la Lettonie comme un pays dont le « déséquilibre fondamental » est indéniable. C'est toutefois un mauvais calcul. Toute annonce

publique sous-entendant une exubérance irrationnelle dans la Baltique est bloquée par les Européens qui siègent au conseil d'administration du FMI. Ils souhaitent que les pays Baltes maintiennent le cap fixé en vue d'entrer dans la zone euro et ils veulent éviter qu'un avertissement du FMI ne déclenche des incertitudes en chaîne dans toute l'Europe de l'Est. Les Suédois, en particulier, sont très inquiets. Leurs banques ont prêté de telles sommes à la Lettonie qu'une crise risquerait fort de se propager de l'autre côté de la mer Baltique. Pendant l'hiver 2007-2008, le représentant de la Scandinavie au conseil d'administration du FMI bloque même le déplacement de la délégation du FMI à Riga pour terminer la consultation périodique au titre de l'article IV.

Personne en Europe ne veut faire éclater la bulle. La Lettonie se remet du marasme des années 1990. À l'automne 2007, son ministère des Affaires étrangères emménage dans le bâtiment rénové qu'il occupait dans les années 1930, après avoir obtenu son indépendance de la Russie tsariste[24]. Comme l'a noté un commentateur a posteriori, beaucoup voulaient que « la Lettonie étende sa présence en matière de politique étrangère au-delà de l'espace transatlantique et favorise des liens plus étroits entre les anciens États soviétiques tels que l'Ukraine, la Géorgie et la Moldavie, et l'UE et l'OTAN. Beaucoup prévoyaient une hausse rapide du budget letton affecté au développement de la coopération, l'ouverture d'ambassades lettones dans des terres lointaines et le lancement à court terme d'initiatives pour contribuer au développement de pays pauvres en Afrique[25] ». Qualifier ces projets de transformation radicale est un euphémisme. Cette vision est à la fois ambitieuse et fragile. Elle est soumise à deux conditions cruciales : la poursuite de la croissance économique effrénée de la Lettonie et le bon vouloir de son grand voisin à l'Est. La Russie a observé l a Lettonie reprendre son indépendance en mai 1990. Elle a observé le référendum sur l'adhésion à l'UE organisé à l'automne 2003, où le oui l'emporte malgré l'opposition de la minorité

russe. Et elle a observé la Lettonie rejoindre l'OTAN aux côtés de ses voisins baltes en avril 2004. La Russie resterait-elle de marbre si la Lettonie et d'autres pays remettaient en cause la sphère d'influence soviétique plus à l'est ?

IV

Les années 1990 avaient été terribles pour l'économie russe, mais la reprise arrive avec le nouveau millénaire. Vladimir Poutine, qui est confirmé président par un raz-de-marée électoral en mai 2000, pourra à jamais se targuer d'avoir redressé la Russie. En réalité, le revirement de la situation financière russe est engagé dès 1999 par Evgueni Primakov, ancien communiste austère et mentor politique de Poutine. L'effondrement de la valeur extérieure du rouble est l'électrochoc qui ressuscite les secteurs russes reposant sur l'exportation et qui limite les importations. Mais le principal moteur de la reprise est le boom mondial du pétrole et d'autres matières premières, qui commence quelques mois après l'arrivée au pouvoir de Poutine, au second semestre 2000. Entre 1998 et 2008, le prix du baril de brut de l'Oural passe de 9,57 dollars à 94 dollars. Seule une gestion épouvantable aurait pu empêcher que l'économie et les finances publiques russes ne prospèrent. Il s'agit plutôt de déterminer les bénéficiaires de ce pic de croissance et ses effets sur les rapports de la Russie avec le reste du monde.

Dans les années 1990, de grands pans de l'économie russe sont privatisés, mais sous l'autorité de Poutine, le secteur de l'énergie revient sous la coupe de l'État, c'est-à-dire des oligarques dont s'entoure le président. En matière d'énergie, les géants Gazprom et Rosneft sont les béliers de l'industrie publique. En octobre 2003, l'Occident observe, médusé, l'arrestation et l'emprisonnement pour fraude fiscale de Mikhaïl Khodorkovski, qui, dans les années 1990, était devenu le propriétaire milliardaire du géant pétrolier privé Yukos grâce à une privatisation particulièrement pernicieuse[26]. Un an plus tard, les principaux actifs de Yukos sont bradés à une société-écran qui s'avère une façade de l'entreprise publique Rosneft. Pendant ce temps, Gazprom resserre son emprise sur la gigantesque industrie gazière en rachetant Sibneft à Roman Abramovitch, qui s'exile à Londres afin d'être en sécurité et de profiter de la vie au

sommet du championnat d'Angleterre de football, en tant que propriétaire du club de Chelsea. En 2006, la menace de poursuites judiciaires pousse le géant anglo-néerlandais Shell à céder à Gazprom ses précieux actifs de Sakhaline. En 2007, la *joint-venture* TNK-BP perd la bataille pour obtenir un gisement gazier prometteur. Si Rosneft et Gazprom n'ont jamais fusionné, ils donnent à l'État russe un puissant ancrage dans le monde des affaires. Selon un calcul, la part des sociétés publiques dans la production de pétrole russe passe de 19 % en 2004 à 50 % en 2008[27].

Propulsés par un secteur énergétique dynamique et sous le contrôle de l'État, Poutine et son équipe renforcent les mesures mises en place dans les années 1990 pour restaurer les finances russes. Sur l'ensemble des recettes de l'État, près de 50 % sont liées à des taxes et revenus tirés du pétrole et du gaz. Les profits auraient été encore plus considérables si la croissance de la production pétrolière et gazière n'avait pas ralenti après 2005. Néanmoins, grâce aux bénéfices de ces ressources naturelles, la consommation des foyers russes ordinaires revient au niveau d'avant la crise, augmentant au rythme de 10 % par an. En 2007, le pourcentage de la population vivant sous le seuil du minimum vital n'est plus que de 14 %. Et cette situation n'a plus rien à voir avec la spéculation frénétique en dollars. Les prix sont stables et ne sont plus fixés en dollars. Les impôts sont payés en roubles. Le Parlement russe adopte une loi qui impose des amendes aux fonctionnaires qui reprennent la mauvaise habitude d'utiliser des dollars comme unité de compte[28]. Même Poutine est pris sur le fait une fois. À partir de 2003, le ministère russe des Finances, dirigé par l'économiste technocrate Alexeï Koudrine, utilise les recettes pétrolières et gazières pour accumuler une gigantesque réserve stratégique d'actifs internationaux. Début 2008, ces réserves atteignent 550 milliards de dollars. Après la Chine et le Japon, la Russie détient alors la troisième plus grande réserve de dollars au monde. Sur ordre de Poutine, une équipe spéciale assemble une énorme réserve nationale de

nourriture et de matières premières vitales[29]. Plus jamais la Russie ne subirait une crise humiliante comme celle de 1998.

La Russie semble donc le modèle par excellence d'une puissance économique nationale, grâce à un excédent commercial impressionnant, des réserves de change en forte hausse et un État fort. Mais la position de la Russie est paradoxale, car sa nouvelle prospérité est associée non pas à son indépendance vis-à-vis de l'économie mondiale, mais à son enchevêtrement avec elle[30]. Et cet enchevêtrement va bien au-delà de l'exportation pétrolière et gazière. L'argent est encore plus liquide et les pipelines connectés au système bancaire offshore existent déjà. Les profits tirés de l'exportation du pétrole et du gaz, soit des dizaines de milliards de dollars, ne sont pas rapatriés en Russie. Les oligarques russes se comportent comme les maîtres d'un État pétrolier dans les années 1970 : ils conservent leurs richesses dans des paradis offshore comme Chypre, d'où l'argent est ensuite rapatrié à Londres sur des comptes en eurodollars qui sont bien pratiques. Au début des années 2000, les allées et venues sont compliquées par un flux considérable de capitaux réacheminés en Russie. En 2007, le montant atteint le record de 180,7 milliards de dollars en un an, dont 27,8 milliards de dollars sont des investissements directs étrangers (IDE[31]). Le reste passe par des banques internationales telles que Sberbank et VTB et réintègre ainsi le système financier russe. Pour éviter une forte appréciation du rouble, la banque centrale russe (comme celle de la Chine) se trouve contrainte de stériliser l'afflux de dollars en les rachetant avec des roubles fraîchement frappés. Après avoir supprimé les dollars de la circulation en Russie, Moscou se trouve dans une position inédite, celle de créancier de facto des États-Unis.

Le boom mondial des matières premières alimente la résurgence de la Russie et dans le même temps, les capitaux d'Europe de l'Ouest affluent vers l'Est sur le territoire de l'ancien pacte de Varsovie : c'est comme si les deux grands fronts du capitalisme mondial fonçaient à pleine vitesse l'un vers l'autre en

Eurasie. Les conséquences géopolitiques contradictoires de la croissance mondiale, qui fortifient à la fois la Russie et ses anciens pays satellites, rendent-elles un conflit inéluctable ? Certainement pas d'un point de vue économique. La croissance enregistrée par les économies polonaise et balte n'empêche pas le développement de l'Ukraine, de la Géorgie et de la Russie, et vice versa. Les exportations européennes vers la Russie prospèrent et toute l'Europe est fortement dépendante du gaz russe. La question est de savoir si une prospérité commune et interconnectée peut prendre un sens politique commun. Cette prospérité est-elle amenée à être le fondement d'un ordre international stable et prospère ? Ou la croissance inégale mais spectaculaire déclenchera-t-elle une nouvelle course à l'armement ? L'interdépendance risque-t-elle non pas d'être jugée productive et efficace, mais plutôt d'être assimilée à une source de vulnérabilité et de menace ? Pendant les sombres années 1990, les économies de l'ex-URSS ont toutes vécu dans l'urgence. L'épuisement et le désordre étaient généralisés. Curieusement, la période faste que tous ces pays traversent s'avère beaucoup plus explosive.

Dans ce contexte, Poutine est beaucoup moins enclin à voir l'Occident d'un œil favorable que Boris Eltsine. Mais au début de son mandat présidentiel, même ses critiques admettent que Poutine semble espérer l'assentiment de Washington [32]. Après le 11 septembre 2001, Poutine passe outre les tendances hostiles de nombreux nationalistes russes et soutient clairement l'invasion américaine de l'Afghanistan. Le rapprochement est toutefois à sens unique. Sous la présidence de Bush, Washington ne voit pas la Russie comme un allié sérieux et refuse de voir la brutale guerre de Moscou en Tchétchénie sous l'angle d'une lutte commune contre le terrorisme et le « terrorisme islamique ». Une fois la Russie rejetée par Washington, les divisions que suscite la guerre en Irak donnent à Moscou un moyen de pression. Dresser les Allemands contre les Américains est un jeu que Poutine connaît bien et qui remonte

à l'époque où il était agent du KGB, à Dresde. Par ailleurs, l'Allemagne et les États-Unis ne sont pas les seuls à ne pas s'entendre. L'Allemagne est favorable à une détente avec la Russie, ce qui est aussi une source de discorde entre Berlin et les nouveaux Européens. Quand l'Allemagne et la Russie signent l'accord sur le premier gazoduc Nord Stream en 2005, démultipliant ainsi l'acheminement de la production de Gazprom vers l'Ouest, le ministre polonais des Affaires étrangères n'hésite pas à dénoncer une réincarnation du pacte de Hitler et Staline, qui avait scellé le destin de la Pologne en 1939. Quand Moscou ajuste le cours du gaz de l'Ukraine pendant l'hiver 2005-2006, les pires craintes des Polonais se confirment. Début 2006, Varsovie et Washington appellent à la création d'une division à l'OTAN chargée d'affronter la Russie sur le terrain qu'elle a choisi, la sécurité énergétique[33].

Mais l'approvisionnement en gaz n'est pas le seul facteur en jeu. En avril 2006, lors d'une réunion du FMI et de la Banque mondiale à Washington, sous les regards des patrons de banques centrales Mario Draghi, Ben Bernanke et Jean-Claude Trichet, le ministre russe des Finances, Alexeï Koudrine, serre la main du secrétaire au Trésor. Alexeï Koudrine est venu annoncer le remboursement d'une grande part des dettes internationales que son pays devait encore aux créanciers du Club de Paris depuis la sombre période des années 1990. Il est aussi là pour transmettre un message moins amical : le dollar, déclare-t-il, risque de perdre son statut de « devise de réserve universelle ou absolue[34] ». Sa valeur est tout simplement trop incertaine. « Le taux de change du dollar et la balance commerciale des États-Unis sont des sources d'inquiétude qui menacent le statut du dollar en tant que monnaie de réserve. » Huit ans après l'humiliation de 1998, les marchés prêtent attention à l'avis du ministre russe des Finances. Les paroles d'Alexeï Koudrine suffisent à faire baisser le dollar face à l'euro de près d'un demi-centime.

Dans les rues de Moscou, le langage est autrement incendiaire.

En 2006, le mouvement nationaliste russe appelé Nashi rallie ses partisans pour organiser des manifestations contre l'hégémonie du dollar. Selon le groupe, les Russes qui restent attachés aux billets verts ne font pas seulement preuve de faiblesse psychologique. « En achetant cent dollars, affirment les tracts distribués aux passants, vous investissez 2 660 roubles dans l'économie américaine. Cet argent finance la guerre en Irak, cet argent finance la construction des sous-marins nucléaires américains. D'après plusieurs estimations, le dollar des États-Unis vaut 15 % à 20 % de sa valeur faciale. Le secret de la stabilité du dollar est l'expansion continue de sa zone d'influence. […] C'est une pyramide financière qui repose sur les simplets qui croient en cette monnaie[35]. »

En février 2007, Poutine fait sa première apparition à la prestigieuse conférence de Munich sur la sécurité. Cette manifestation, où se rendent des chefs de gouvernement et des ministres, est à la politique de défense ce que Davos est aux questions économiques. Le discours de Poutine pose la question des rapports de force politiques à l'heure de la mondialisation[36]. En évoquant les décennies passées depuis la fin de la guerre froide, le président russe déclare : quel ordre mondial l'Occident souhaite-t-il créer ? L'Occident s'attarde sur les droits et le droit international, mais « aujourd'hui, nous assistons à un recours déchaîné et quasi sans limite à la force – la force militaire – dans le cadre des relations internationales, une force qui plonge le monde dans un abysse de conflits permanents. […] Un État et, avant tout les États-Unis, a transgressé ses frontières nationales à presque tous les égards. C'est manifeste au vu des politiques économique, culturelle et éducative qu'il impose aux autres nations. Eh bien, à qui cette situation convient-elle ? […] Naturellement, c'est extrêmement dangereux. Il en résulte que personne ne se sent en sécurité. Je souhaite le souligner : personne ne se sent en sécurité ! Car personne n'a le sentiment que le droit international est un mur en pierre qui le protégera. Et bien sûr, ce type de politique encourage une course à

l'armement ». Jadis, les États-Unis avaient remporté une course à l'armement contre l'Union soviétique grâce à leur économie en pleine santé. Au début du XXIe siècle, les États-Unis possèdent encore des stocks considérables d'armes nucléaires et de missiles. La puissance militaire des États-Unis est indéniable. Mais au vu des évolutions économiques contemporaines, toute prétention au statut d'État omnipotent est irréaliste. « Le paysage international est très varié et change très rapidement – il change au fil de l'évolution dynamique de très nombreuses nations et régions. […] Ajusté à la parité de pouvoir d'achat, le PIB combiné de pays comme l'Inde et la Chine dépasse déjà celui des États-Unis. Et un calcul semblable du PIB du groupe BRIC – le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine – surpasse le PIB cumulé de l'UE. Selon les spécialistes, cet écart ne fera que s'accroître à l'avenir […]. Il n'y a aucune raison de douter que le potentiel économique des nouveaux centres de la croissance économique mondiale se transformera en influence politique et renforcera la multipolarité du monde. » Dans ces conditions, si l'Occident imagine qu'un ordre mondial peut reposer sur ses organisations – l'UE et l'OTAN – et non sur l'autorité véritablement exhaustive des Nations unies, c'est faire preuve d'aveuglement ou de mauvaise foi. L'Occident ne peut pas non plus raisonnablement affirmer que l'expansion de l'OTAN en Europe de l'Est a « le moindre lien avec la modernisation de l'Alliance elle-même ou avec le maintien de la sécurité en Europe », à moins de supposer une hostilité russe. Dans ce cas, comment la Russie peut-elle ne pas interpréter cette expansion comme une « grave provocation » ?

L'énergie est un sujet de litige entre l'Europe et la Russie, admet Poutine dans son discours. Comment y remédier ? Selon lui, les prix doivent être « déterminés par le marché au lieu d'être soumis à la spéculation politique, à la pression économique ou au chantage ». Face au pic de la demande mondiale, la Russie n'a rien à craindre du verdict du marché. Les experts, ravis, prévoient un prix du baril à 250 dollars[37]. Gazprom grimpe dans

les classements des entreprises mondiales. Selon les projections, l'entreprise publique russe prendra sous quelques années la place d'ExxonMobil, plus grande entreprise cotée en Bourse au niveau mondial[38]. Il n'est pas non plus raisonnable de suggérer que la Russie n'est pas prête à faire des affaires. Certes, l'État russe a revendiqué des intérêts nationaux légitimes, mais « 26 % de l'extraction pétrolière en Russie est réalisée grâce à des capitaux étrangers. Essayez donc de trouver un équivalent, un cas où des entreprises russes participent autant aux secteurs économiques vitaux dans des pays occidentaux. Ça n'existe pas ! ». La Russie s'en remet à l'avis des agences de notation et se réjouit de son prestige retrouvé. Elle espère obtenir une adhésion pleine et entière à l'OMC. En revanche la Russie ne tolérera pas – et le ton Poutine se durcit alors – le recyclage d'organisations telles que l'Organisation pour la sécurité et la coopération en Europe (OSCE) pour en faire « un vulgaire instrument servant à promouvoir les intérêts d'un pays ou d'un groupe de pays en matière de politique étrangère ». Moscou n'a pas du tout apprécié les critiques sur les élections truquées en Russie en 2004. Moscou n'acceptera pas une redite des révolutions soutenues par l'Occident en Géorgie et en Ukraine, en 2003 et 2004[39].

Comme l'a noté l'un des principaux commentateurs sur la Russie, Dimitri Trénine, Poutine a voulu insister sur la réalité de la multipolarité : « Encore récemment, la Russie se voyait comme l'équivalent de Pluton dans le système solaire, très loin du centre, mais faisant fondamentalement partie de ce système. Maintenant, la Russie a complètement quitté cette orbite : les dirigeants russes ont abandonné l'idée d'appartenir à l'Occident et ils créent un nouveau système dont Moscou est le centre. » La Russie se pose en « outsider de premier plan qui n'est pas un sempiternel ennemi ou un ami automatique[40] ». La question est bien sûr de savoir qui sera inclus à ce nouveau « système solaire ». Quelles sont les répercussions pour les États d'Europe de l'Est et de l'ex-URSS ? Quelles sont les incidences pour un État comme

la Lettonie, qui vient de redécorer son ministère des Affaires étrangères et qui espère propager son modèle d'économie de marché à d'autres anciennes républiques soviétiques ? À Munich, en février 2007, la réponse du ministre tchèque des Affaires étrangères, Karel Schwarzenberg, ne se fait pas attendre. « Nous devons remercier le président Poutine, remarque-t-il non sans malice, qui se soucie non seulement de la médiatisation de cette conférence, mais qui vient aussi de démontrer clairement et de manière convaincante pourquoi l'OTAN devait s'agrandir[41]. » Karel Schwarzenberg s'exprime au passé, mais la véritable question est l'avenir. Face au défi de Poutine, l'Occident peut-il se contenter de maintenir le statu quo en Europe de l'Est, ou ce choix revient-il à accepter tacitement la limite fixée par Poutine ? La seule réaction possible est-elle de poursuivre l'élargissement de l'UE et de l'OTAN ? L'urgence, pour les petits États de l'ex-URSS, est manifeste. Leur vulnérabilité sur les plans de la défense et de l'économie n'est que trop flagrante. Mais comment réagiront les principaux acteurs du système européen et transatlantique – Washington, Berlin et Paris ? Cette question sera posée de but en blanc lors du sommet de l'OTAN organisé à Bucarest du 2 au 4 avril 2008.

V

Le lieu choisi pour ce sommet est symbolique. La Roumanie, qui défend ardemment la nouvelle Europe, a rejoint l'OTAN en 2004 et l'UE en 2007. Des soldats roumains participent au maintien de la paix en ex-Yougoslavie, en Angola et en Irak. Pendant ce temps, l'adhésion à l'UE a aussi déclenché le versement de subventions à hauteur de 19,8 milliards d'euros, qui bénéficient aux 21 millions d'habitants du pays. Elle permet aussi la liberté de circulation et une émigration massive des Roumains vers l'Ouest, notamment en Italie, où les Roumains sont plus d'un million en 2007, suscitant ainsi une opposition locale à cette population que le gouvernement de Romano Prodi peine à contenir[42]. En Roumanie, la croissance du PIB est de 6 % et doit atteindre 7 % en 2008. Les Roumains se donnent le surnom de « Tigres de l'Est[43] ». Certains pensent que le pays rejoindra le club des pays riches de la zone euro dès 2012. À Bucarest, la capitale qui vient d'être rénovée, l'annuaire de l'organisme Europe Real Estate signale que le taux d'inoccupation des bureaux de standing ne dépasse pas 0,02 %[44]. Face à l'implosion des *subprimes* aux États-Unis, des investisseurs internationaux tels qu'ING Real Estate s'arrachent les actifs roumains afin de les ajouter à leur portefeuille de biens immobiliers en Europe de l'Est[45]. Bucarest, qui accueille le sommet de l'OTAN en avril 2008, est une scène parfaite pour Bush, dont c'est la dernière occasion de parfaire son bilan présidentiel. Et aucune question n'est plus décisive pour l'avenir des relations russes et occidentales que l'adhésion à l'OTAN de la Géorgie et de l'Ukraine.

En février 2008, ces deux pays déposent une candidature officielle afin de bénéficier de la procédure accélérée, appelée Plan d'action pour l'adhésion à l'OTAN (MAP, *Membership Action Plan*[46]). Après les pays Baltes, la Géorgie et l'Ukraine sont appelées à devenir la quatrième et la cinquième république soviétique à rejoindre l'Alliance. La Géorgie, comme les pays

Baltes, est une question délicate mais gérable. L'Ukraine est une autre histoire. Le pays a une population de 45 millions d'habitants, une économie de taille, un emplacement stratégique sur la mer Noire et une importance historique pour l'Empire russe : si l'Ukraine rejoint la coalition occidentale, ce sera un terrible coup porté à la Russie, alors que Poutine vient d'annoncer son intention d'enrayer cette tendance. Malgré (ou peut-être en raison de) cette provocation spectaculaire, Bush se déclare immédiatement favorable à cette candidature à l'OTAN. Faire bénéficier l'Ukraine et la Géorgie de la procédure accélérée fera résonner un message dans toute la région, annonce la Maison-Blanche, exprimant ainsi sans détour que « ces deux nations sont et resteront des États souverains et indépendants ». Bien sûr, cette proposition plaît beaucoup à la nouvelle Europe. Le gouvernement polonais est ravi. Le fait que Berlin et Paris émettent des réserves n'est pas dissuasif. De toute façon, Bush n'est pas d'humeur à les ménager. En chemin vers Bucarest début avril, le président américain passe en coup de vent à Kiev, où il fait une annonce : « Mon passage ici doit signifier clairement à tout le monde que mes paroles ne sont pas en l'air : il est dans notre intérêt que l'Ukraine rejoigne l'OTAN[47]. » Un représentant du gouvernement américain remarque à juste titre que le président sortant « pose un jalon[48] ».

Au sommet de l'OTAN dans la capitale roumaine, les répercussions ne se font pas attendre. Poutine, qui assiste pour la première fois à une session conjointe de la Russie et de l'OTAN avant que la présidence russe ne revienne à son allié Dmitri Medvedev, n'est pas d'humeur à faire des compromis. En février 2008, l'Occident a retourné le couteau dans la plaie en reconnaissant l'indépendance du Kosovo, en dépit des revendications de la Serbie, que la Russie voit comme sa cliente. Quand le sujet de l'Ukraine et de la Géorgie est abordé au sommet de l'OTAN en avril, Poutine quitte la réunion pour signifier son mécontentement. Berlin et Paris peuvent ainsi pousser dans l'impasse l'idée d'une adhésion accélérée. Pour cela,

elles peuvent compter sur le soutien de l'Italie, de la Hongrie et du Benelux, le camp adverse étant composé des pays d'Europe de l'Est et de la Scandinavie, favorables à l'expansion de l'OTAN. Les Américains observent ce débat. Comme l'a déclaré un haut responsable du gouvernement de Bush au *New York Times* : « Le débat opposait principalement les Européens. […] Il était très fractionné, mais ces divisions étaient positives[49]. » Condoleeza Rice est moins optimiste. Les affrontements auxquels elle assiste entre les Allemands et les Polonais sont perturbants : ce sont « les débats parmi les plus acerbes et litigieux que j'ai observés avec nos alliés. Ce sont même les débats les plus houleux auxquels j'ai assisté pendant tout mon mandat de secrétaire d'État[50] ». Aucune procédure officielle d'adhésion n'est lancée. Mais Merkel accepte que le sommet publie une déclaration de soutien aux aspirations de la Géorgie et de l'Ukraine, lequel affirme audacieusement : « nous avons décidé que ces pays deviendraient membres de l'OTAN[51] ». C'est une grave erreur. Cette déclaration invite les Russes à faire en sorte que la Géorgie et l'Ukraine ne s'approchent pas plus d'une adhésion à l'Alliance. Cette déclaration invite la Géorgie, l'Ukraine et leurs soutiens à accélérer le pas. Cette ambiguïté encourage une montée des tensions et les deux camps réagissent en conséquence.

En mai, à la demande insistante de la Pologne, l'UE adopte l'idée d'un Partenariat oriental pour l'Ukraine. C'est un élément clé de la nouvelle politique européenne des affaires étrangères qui doit être élaborée au titre du traité de Lisbonne[52]. Malgré leur opposition exprimée à Bucarest, Berlin et Paris ne contestent pas cette suggestion. L'UE et l'OTAN poursuivent leur action coordonnée. Pendant ce temps, les relations russo-américaines s'aggravent brutalement. S'il aime se présenter en modernisateur, le successeur de Poutine à la présidence, Medvedev, mène une politique stricte et conservatrice. Alors que les marchés financiers convulsent aux États-Unis pendant l'été 2008, de sombres rumeurs circulent, selon lesquelles Moscou est sur le point d'abandonner ses agressions verbales contre l'hégémonie

du dollar au profit d'une action concertée. Le secrétaire au Trésor, Hank Paulson, refuse de nommer ses sources, mais à l'approche des Jeux Olympiques, ses contacts chinois l'informent qu'ils ont « reçu un message des Russes : "Dites, et si on s'alliait pour vendre des titres de Fannie et Freddie sur le marché[53] ?" » La fragilité du marché hypothécaire des États-Unis est sur le point de devenir une arme géopolitique. La Chine, qui fête son entrée sur la scène internationale grâce à l'organisation des Jeux Olympiques, a trop d'intérêts investis dans l'économie américaine pour prendre cette proposition au sérieux. Mais au cours de l'année 2008, la Russie se débarrasse effectivement de son portefeuille d'obligations de Fannie Mae et Freddie Mac, d'une valeur de 100 milliards de dollars. Selon Reuters, cette décision est principalement motivée par des préoccupations politiques internes[54]. « Ces avoirs suscitent l'hostilité de certains médias russes et du grand public, qui se méfient beaucoup des investissements risqués. » À l'été 2008, il n'est plus nécessaire d'être un nationaliste russe pour assimiler les titres hypothécaires américains à de mauvais investissements. Les GSE (institutions financières parrainées par l'État) sont au cœur de la crise hypothécaire et sont sur le point de connaître une faillite spectaculaire. Mais l'opinion patriotique russe ne voit pas de raison de soutenir les États-Unis, qui ont bafoué les intérêts nationaux russes de manière si flagrante. A posteriori, Hank Paulson concède : « Ça m'a fait comprendre toute ma vulnérabilité[55]. »

Si la Chine refuse de participer à une opération risquant de bouleverser l'ordre mondial, les amis des États-Unis à Tbilissi sont moins prudents. Début août 2008, encouragées par la Russie, des forces rebelles dans la province insoumise d'Ossétie-du-Sud commencent à pilonner les positions de l'armée géorgienne[56]. Le 7 août, pensant avoir l'aval de Washington, le gouvernement géorgien mord à l'hameçon. Une contre-offensive soudaine de l'armée géorgienne (entraînée par les États-Unis) permettrait de soumettre l'Ossétie et l'Abkhazie, de régler les derniers différends

territoriaux et d'ouvrir la voie à leur adhésion à l'OTAN. Pendant que l'impressionnante cérémonie d'ouverture des Jeux Olympiques de Pékin est diffusée sur tous les écrans occidentaux, l a Géorgie envahit l'Ossétie-du-Sud par la terre et les airs. La réponse de Moscou est terrible. En quelques jours, l'armée russe écrase les forces modestes de la Géorgie, faisant des centaines de morts. Selon des sources géorgiennes, 230 000 civils fuient les combats. Après une progression rapide, les chars russes s'arrêtent à une heure de la capitale sur l'autoroute qui relie Gori à Tbilissi.

Medvedev annonce à son Conseil de sécurité que le 8 août 2008 est un tournant décisif pour l'ordre international et que le monde devra désormais tenir compte de la puissance russe, mais l'Ouest répond par l'opprobre[57]. Les présidents de la Pologne, de l'Ukraine et des pays Baltes se rendent en Géorgie pour exprimer leur solidarité. L'Estonie exige des sanctions contre la Russie, notamment l'expulsion des étudiants russes inscrits à des universités occidentales et des interdictions de voyager pour les oligarques[58]. La Pologne appelle à prendre en urgence des mesures pour briser l'emprise de Gazprom sur l'approvisionnement énergétique européen. Et Varsovie s'empresse de signer un accord autorisant le déploiement du bouclier antimissile américain sur son territoire. Mais tout le monde n'a pas une réaction aussi univoque. Le 12 août 2008, alors que les États-Unis sont préoccupés par Wall Street et l'élection présidentielle, Sarkozy se rend à Moscou dans l'espoir de négocier un cessez-le-feu. Merkel est désormais favorable à l'entrée de la Géorgie dans l'OTAN, mais le 1er septembre, lors d'un sommet extraordinaire de l'UE, toutes les mesures drastiques contre la Russie sont rejetées par un front composé de la France, de l'Allemagne et de l'Italie. La Russie a trois mois pour retirer ses troupes, mais Moscou a fait passer son message. Lors de conversations avec des experts occidentaux dans le cadre du club Valdaï à Sotchi, le 11 septembre, Poutine prévient que toute initiative encourageant l'adhésion de l'Ukraine à l'OTAN

provoquera des représailles intraitables[59]. Pendant ce temps, 25 milliards de dollars de capitaux étrangers sortent de Russie, mais il n'y a pas de raison de paniquer. Nous ne sommes plus en 1998. Moscou a d'amples réserves pour gérer les petites sautes d'humeur du marché. C'est le système financier des États-Unis, et non celui de la Russie, qui semble au bord de l'implosion.

VI

Les divisions au sein de l'alliance transatlantique n'ont rien de nouveau. En 2002 et 2003, les désaccords entre Berlin et Paris, et le gouvernement de Bush, à propos de la guerre en Irak, avaient fait les gros titres. Mais la Russie et l'Europe postsoviétique sont bien plus proches, elles jouent un rôle autrement fondamental pour l'avenir de l'Europe et elles sont bien plus directement liées à la progression de l'intégration financière et politique des décennies précédentes. Ajoutée au projet inachevé de la zone euro et au cadre politique manquant du système financier nord-atlantique, l'absence de solution géopolitique à la « question orientale » en Europe complète le tiercé d'interrogations politiques qui taraude la puissance occidentale pendant l'été 2008.

C'est dans ce contexte que se déroule la 63e session de l'Assemblée générale des Nations unies à New York, en septembre 2008. Au mépris de l'instabilité économique mondiale, la Russie et les puissances occidentales sont lancées dans un conflit par procuration pour la première fois depuis la fin de la guerre froide. La Russie avait annoncé qu'elle résisterait à toute expansion de l'influence occidentale et elle tient sa promesse. De leur côté, les Occidentaux sont désunis. Même s'ils ont tous joué les gros bras à Varsovie et à Washington, il n'y a ni la volonté politique ni les moyens d'appuyer l'expansion à l'est. C'est ce qui pousse le président français à déclarer devant l'Assemblée générale des Nations unies : « L'Europe ne veut pas de la guerre. L'Europe ne veut pas de la guerre des civilisations. L'Europe ne veut pas de la guerre des religions. L'Europe ne veut pas de la guerre froide. » Il ajoute que le monde n'est plus unipolaire et régi par une seule superpuissance. Il n'est pas non plus bipolaire et composé de l'Est et de l'Ouest, car nous vivons désormais dans un monde multipolaire[60]. Il admet l'argument avancé par Poutine dix-huit mois plus tôt à Munich. Même si les responsables politiques

avaient eu les moyens et la volonté d'intensifier l'affrontement géopolitique, à l'automne 2008, on assiste au recul du tsunami de capitaux qui avait porté l'influence politique occidentale au cœur de l'Europe de l'Est. Vingt ans de mondialisation placés sous le signe de la puissance et de l'argent occidentaux ont atteint leurs limites. Dans l'immédiat, le seul choc de la crise financière permet d'atténuer les tensions géopolitiques. Mais les dégâts provoqués par l'amplification des tensions en 2007 et 2008 seront durables.

Partie II

LA CRISE MONDIALE

Chapitre 6

« LA PIRE CRISE FINANCIÈRE DE L'HISTOIRE MONDIALE »

Le cours immobilier des États-Unis atteint son apogée pendant l'été 2006, puis il commence à baisser, d'abord lentement. En Irlande, ce tournant intervient en mars 2007. À l'été, les chantiers sont interrompus en Espagne. En octobre, le prix des logements au Royaume-Uni accuse une première baisse. Des dizaines de millions de propriétaires immobiliers sentent que la valorisation des actifs tourne à leur désavantage[1]. La chute du cours immobilier entraîne une diminution de la valeur résiduelle et les personnes les plus touchées finissent avec des fonds propres négatifs. Des familles s'empressent de réduire leurs dépenses et de régler les factures de leurs cartes de crédit et d'autres dettes à court terme. Le résultat est une récession radicale de la demande des consommateurs. Peu importe la suite, une grande partie de l'économie nord-atlantique doit se préparer à une période de marasme. A priori, c'est précisément le type d'aléa que l'ingénierie financière est censée gérer. Grâce à la titrisation, les risques sont supposés être répartis, de sorte que le choc créé par de graves pertes soit absorbé par l'ensemble de l'économie. C'est la théorie. À la fin de l'été 2007, il est évident que la réalité est tout autre. Les titres adossés à des créances hypothécaires ont effectivement été vendus partout, mais des poches de risque mortelles sont concentrées dans les coins les plus vulnérables du système bancaire parallèle.

Les premiers émetteurs de prêts hypothécaires qui succombent sont ceux de la tranche la plus basse[2]. Le bien nommé Ownit Mortgage Solutions, l'un des organismes qui alimente Merrill Lynch en titres, est le premier à disparaître, le 3 janvier 2007. Le 8 février, la crise remonte la chaîne

alimentaire et atteint HSBC, qui a des bureaux à Hong Kong, Shanghai et Londres : la banque annonce une provision pour pertes de 10,6 milliards de dollars sur des investissements hypothécaires. Le 7 mars, Ben Bernanke, toujours optimiste, déclare que le problème des *subprimes* lui semble maîtrisé. Mais les mauvaises nouvelles s'accumulent. En avril, New Century Financial, premier émetteur indépendant de *subprimes*, met la clé sous la porte. En mai, le géant bancaire suisse UBS annonce la fermeture du fonds spéculatif Dillon Read Capital Management[3]. Le 22 juin, Bear Stearns est contraint de renflouer deux fonds ayant accusé des pertes considérables sur des MBS. Il est désormais indéniable que les fondations tremblent. À la fin de l'été, l'ampleur des retombées financières apparaît plus clairement. Le 29 juillet, le petit prêteur allemand IKB doit être renfloué par un consortium de banques avec le soutien de l'État[4]. Le 8 août, une autre banque régionale allemande en surchauffe, WestLB, annonce des pertes démesurées sur un fonds immobilier et cesse ses paiements. Quelques jours plus tard, elle est suivie par Sachsen LB. Mais la confiance des marchés est véritablement ébranlée au matin du 9 août 2007, quand BNP Paribas, la plus grande banque de France, annonce le gel de trois de ses fonds[5]. L'explication donnée marque un tournant en ce début de crise : « La disparition de toute transaction sur certains segments du marché de la titrisation aux États-Unis conduit à une absence de prix de référence et à une illiquidité quasi totale des actifs figurant dans les portefeuilles des fonds, quels que soient leur qualité ou leur rating[6]. » Sans prix de référence, les actifs ne peuvent servir de garantie. Sans garantie, il n'y a pas de financement. Et sans financement, toutes les banques sont en difficulté, peu importe leur exposition au marché immobilier. Lors d'une crise générale des liquidités, l'équivalent d'une panique bancaire de grande ampleur, aucune banque n'est épargnée. Le 9 août 2007, alors que se propage l'onde de choc déclenchée par cette annonce, le coût de l'emprunt sur les marchés interbancaires européens augmente subitement vers

midi, heure de Londres[7]. Un cadre supérieur de banque se souvient d'une ambiance confuse : « Aucun d'entre nous n'avait jamais vécu ça. C'était comme si toute notre vie, de l'eau coulait quand on ouvrait le robinet. Et ce jour-là, il n'y avait plus d'eau[8]. »

Dans un premier temps, la BCE n'a pas d'information sur l'exposition des banques européennes aux *subprimes*. Mais la tension sur le marché interbancaire des prêts n'est que trop flagrante. En réponse, Jean-Claude Trichet et ses collègues ouvrent le robinet monétaire, offrant ainsi des fonds à des taux intéressants et en quantités illimitées. Dans la soirée du 9 août, les banques européennes ont pris 94,8 milliards d'euros, auxquels s'ajoutent 50 milliards d'euros le 10 août. C'est l'envergure et l'urgence de cette mesure qui finit par faire comprendre à Ben Bernanke et à Hank Paulson toute la gravité de la situation. Comme le remarque Larry Elliott, spécialiste de l'économie au *Guardian* : « En ce qui concerne les marchés financiers, le 9 août 2007 fait écho au 4 août 1914. C'est un tournant entre "l'été édouardien", une période paisible et prospère, et la guerre des tranchées que représente la contraction du crédit – les banques en faillite, les marchés pétrifiés, les marchés immobiliers qui implosent à cause d'une pénurie de crédit[9]. » L'ampleur de la crise à venir est révélée trois semaines plus tard, quand on apprend, le 14 septembre, la faillite de Northern Rock, l'un des principaux organismes de prêts hypothécaires britanniques. Sur les écrans de télé, les conséquences de cette annonce ressemblent à une panique bancaire classique. Très inquiets, les déposants font la queue devant les agences bancaires afin de faire des retraits. Les photojournalistes et les équipes de tournage s'en donnent à cœur joie. Mais loin des caméras, quelque chose de bien pire se trame. Le marché mondial du financement, qui pèse des milliers de milliards de dollars, est en train de s'effondrer[10].

I

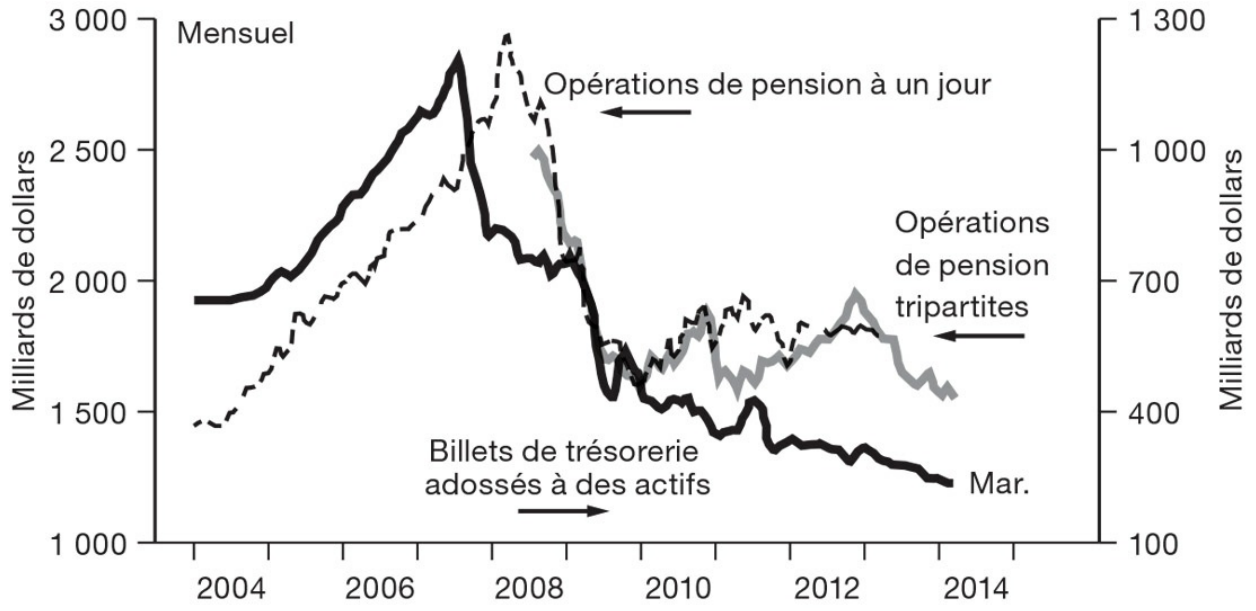
Northern Rock est un produit de la bulle immobilière en surchauffe du Royaume-Uni. Cet organisme, créé dans les années 1960 après la fusion de deux caisses d'épargne datant du XIXe siècle et installé dans la ville brute de Newcastle, a racheté dans les années 1990 cinquante-trois concurrents dans le nord de l'Angleterre. Afin de continuer à se développer, Northern Rock change de statut en octobre 1997 : ce n'est plus une institution d'épargne mais une société anonyme, et elle est introduite en Bourse. Puis entre 1998 et 2007, un pic de croissance impressionnant lui permet de quintupler son bilan. La baisse du cours immobilier était vouée à toucher ses prêts marginaux et il n'est pas étonnant que le « Rock » soit en difficulté. Mais ce lien, qui semble évident, est pourtant trompeur. En 2007, ce ne sont pas les prêts qui figurent sur le bilan qui déclenchent l'effondrement, mais leur mécanisme de financement. Northern Rock est un exemple typique de banque moderne en surchauffe : 80 % de ses financements sont tirés non pas des dépôts mais du marché de gros, aux taux les plus bas qu'offrent les marchés monétaires mondiaux. Le rapport annuel de la banque pour l'exercice 2006 est un aperçu de cette vaste opération de financement :

« Pendant l'année, nous avons levé 3,2 milliards de livres sur le marché de gros à moyen terme, à partir d'un éventail de sources réparties dans le monde, mais en particulier domiciliées aux États-Unis, en Europe, en Asie et en Australie. Il s'agit notamment de deux transactions avec des investisseurs américains pour un total de 3,5 milliards de dollars. En janvier 2007, nous avons levé la somme supplémentaire de 2 milliards de dollars au titre de notre programme de billets à moyen terme avec les États-Unis. En 2006, l'un des principaux événements est la création d'un programme australien de dette, grâce auquel nous avons levé 1,2 milliard de dollars australiens lors de la première émission. C'est la plus importante opération

inaugurale sur ce marché réalisée par une seule institution financière notée A, à destination des investisseurs australiens et de l'Asie[11]. »

Northern Rock a peu d'engagements sur le marché américain des *subprimes*. Mais ça n'a pas d'importance, car la banque se finance sur les mêmes marchés que des établissements très exposés aux *subprimes*. La mauvaise nouvelle annoncée par BNP Paribas le 9 août suffit à provoquer l'effondrement des marchés interbancaires de prêts et le marché des billets de trésorerie adossés à des actifs (ABCP). C'est la crise du marché de financement qui abat l'intégralité du secteur de la titrisation et notamment son pan européen, qui pratiquait le plus l'émission d'ABCP. Étant donné la dépendance totale de Northern Rock au financement de gros, il ne faut pas plus de deux jours ouvrés après l'assèchement des marchés pour que la banque notifie l'Autorité des services financiers (FSA) d'une crise imminente[12]. Mais la Banque d'Angleterre n'est pas d'humeur à lui venir en aide. Le gouverneur, Mervyn King, est d'avis que le prêteur hypothécaire en surchauffe doit subir les conséquences de son expansion irresponsable. À la fin août, les problèmes de liquidités de Northern Rock menacent sa survie. Mais les petits épargnants paniquent à partir du 13 septembre, quand la BBC expose la situation et que le gouvernement annonce la création d'une garantie. À compter de cette date, ce sont les retraits faits sur Internet qui nuisent le plus au bilan de Northern Rock. Les épargnants âgés qui font la queue dans la rue produisent des images inquiétantes pour la télévision, mais ce ne sont pas eux qui entraînent la disparition de la banque. Cette panique bancaire prend une ampleur autrement plus impressionnante sur les moniteurs informatiques des marchés monétaires du monde entier. Cette panique bancaire a lieu sans retrait des dépôts. Il n'y avait pas de dépôts. Il n'y a rien à retirer. Pour qu'il manque aux banques mille milliards de dollars, il suffisait que les principaux fournisseurs de financements se retirent des marchés monétaires.

Grandeur et décadence des billets de trésorerie et des mises en pension, 2004-2014



Source : Tobias Adrian, Daniel Covitz et Nellie Liang, « Financial Stability Monitoring », *Annual Review of Financial Economics*, n° 7, 2015, p. 357-395, graphique 15.

Les ABCP ont toujours été le maillon faible du secteur bancaire parallèle. La mise en pension, une forme de prêt pleinement adossée à des garanties, était censée être sans danger. Au départ, c'est le cas. Bear Stearns, la plus petite des banques américaines d'investissement, déclare au premier trimestre 2007 la première perte de son histoire[13]. Elle est très impliquée dans la titrisation hypothécaire, ce que personne n'ignore. C'est suffisant pour restreindre son accès aux marchés de billets de trésorerie. Entre fin 2006 et fin 2007, les émissions d'ABCP de la banque passent de 21 milliards de dollars à 4 milliards de dollars. Dans un premier temps, Bear Stearns réussit à compenser ce manque en faisant passer le financement des pensions de 69 milliards de dollars à 102 milliards de dollars. Pour étayer cette opération, la banque conserve jusqu'au lundi 10 mars 2008 une « cagnotte » de titres ultraliquides d'excellente qualité (un portefeuille de 18 milliards de dollars). Mais

l'emprunt adossé à des garanties finit aussi par entrer en cessation de paiement.

Contrairement à l'implosion des ABCP, la « panique des mises en pension » est une surprise[14]. Dans le droit britannique et américain, le détenteur d'une garantie d'opération de pension a le droit de la saisir en priorité, avant tout autre demandeur touché par la faillite de l'établissement. Ainsi, même en tenant compte du portefeuille considérable de MBS toxiques chez Bear Stearns, ses accords de pension auraient dû être fiables. Un bon du Trésor est un bon du Trésor. Malheureusement pour Bear Stearns, étant donné qu'il existe beaucoup d'autres organismes avec lesquels effectuer des mises en pension, personne ne veut prendre le risque de devoir saisir les garanties d'une banque en faillite, même si ces garanties ont une excellente note et sont aussi liquides que les bons du Trésor américain. En mars 2008, quand une nouvelle série de faillites hypothécaires frappe les marchés et que les fonds spéculatifs commencent à vider leurs comptes de courtage privilégié, les marges de sécurité de Bear Stearns sur le marché des pensions bilatérales augmentent fortement et soudainement, et son accès aux mises en pension tripartites est coupé. Une banque qui, début mars, pouvait facilement lever 100 milliards de dollars du jour au lendemain en échange de bonnes garanties n'est plus en mesure de se financer. Le jeudi 13 mars, sa réserve de liquidités est limitée à 2 milliards de dollars. Les directeurs de Bear Stearns apprennent que 14 milliards de dollars de mises en pension ne seront pas « reconduits » le lendemain et qu'ils risquent à tout moment d'être à court d'argent. C'est une faillite bancaire moderne. Les déposants ne font pas la queue dans la rue. Bear Stearns ne verse pas de pensions à des retraités. Elle disparaît car des doutes sur ses activités la privent de son accès aux marchés de financement de gros.

Quelque chose de pire encore prend alors la suite. L'incertitude se propage de quelques banques faibles à l'ensemble du système. Au printemps 2008, puis en juin, les marges de

sécurité sur les mises en pension bilatérales augmentent fortement sur le marché, pour toutes les catégories d'actifs et pour toutes les parties[15] : les capitaux nécessaires pour détenir l'encours obligataire sont démultipliés dans l'ensemble du système bancaire. Les accords de pension pour les bons du Trésor américain et les MBS garantis par des GSE sont les moins gravement touchés. Parce qu'il s'agit de garanties d'excellente qualité, elles sont principalement réservées à des mises en pension tripartites supervisées par JPMorgan Chase et la Bank of New York Mellon. Tant qu'une contrepartie garde bonne réputation et a une garantie d'excellente qualité, ce marché des pensions reste ouvert et stable. Mais sur le marché interbancaire des accords de pension bilatéraux, où des titres adossés à des actifs privés servent de garantie, les conditions de financement sont de plus en plus strictes[16].

Marges de sécurité sur les accords de pension (en %)

Titres	Avril 2007	Août 2008
Bons du Trésor	0,25	3
Obligations de qualité supérieure	0-3	8-12
Obligations à rendement élevé	10-15	25-40
Actions	15	20
Prêts à effet de levier prioritaires	10-12	15-20
Prêts mezzanine à effet de levier	18-25	35+
MBS de qualité supérieure	2-4	10-20
ABS	3-5	50-60

Source : Tobias Adrian et Hyun Song Shin, « The Shadow Banking System : Implications for Financial Regulation », Federal Reserve Bank of New York Staff Reports n° 382, juillet 2009, tableau 9. D'après le *Rapport sur la stabilité financière dans*

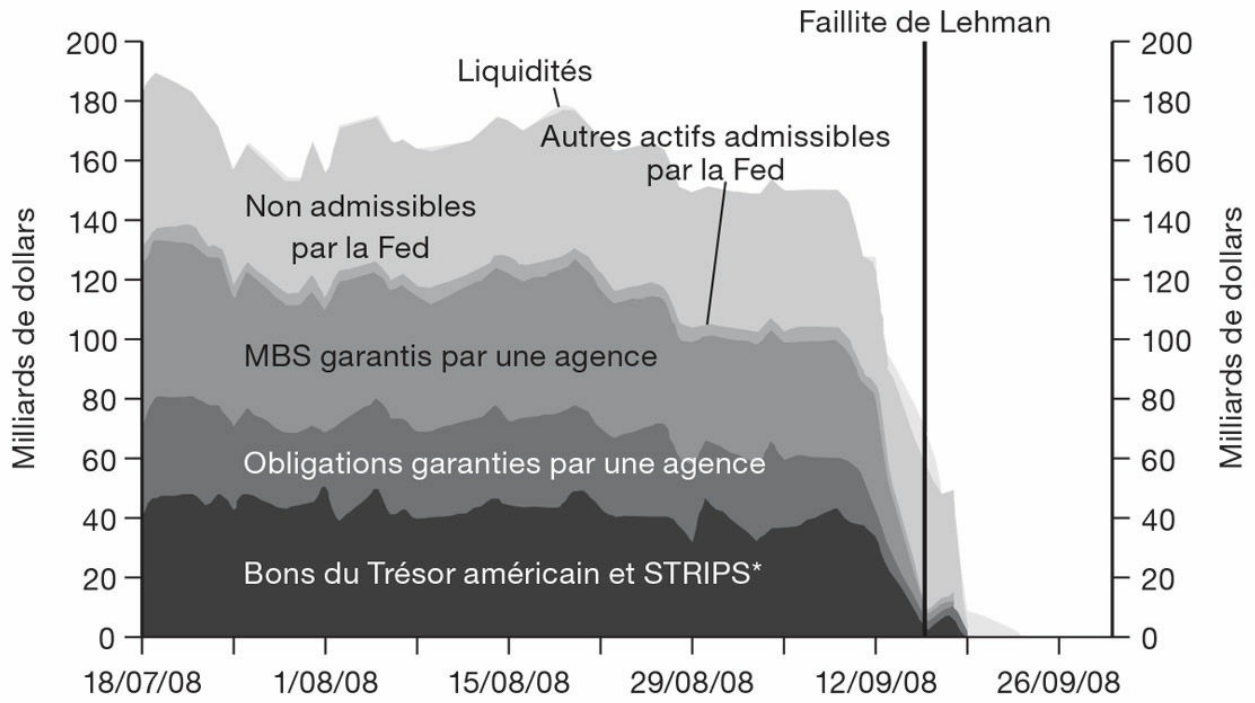
le monde du FMI, octobre 2008.

La hausse des marges de sécurité exerce une pression aiguë sur les banques d'affaires qui s'appuient le plus sur les marchés de financement à court terme. Et parmi ces établissements, le plus vulnérable après Bear Stearns est évident : les signes avant-coureurs chez Lehman Brothers sont manifestes[17]. Comme Bear Stearns, elle a pris des risques considérables dans l'immobilier dans l'espoir de grimper rapidement les échelons de Wall Street. Ses activités sont pleinement intégrées au circuit de titrisation hypothécaire. Depuis début 2008, l'action de la banque a perdu 73 % de sa valeur. Et comme Bear Stearns, l'émission de billets de trésorerie chez Lehman Brothers passe de 8 milliards de dollars en 2007 à 4 milliards de dollars en 2008. Pourtant, au 31 mai 2008, sa réserve de liquidités, censée couvrir les sorties de fonds sur une période de douze mois, atteint 45 milliards de dollars[18]. En juin 2008, les investisseurs sont assez confiants pour ajouter 6 milliards de dollars au capital social. Lehman Brothers est poussé dans l'abîme par les appels de sûretés de prêteurs inquiets. Son action étant en chute libre, J.P. Morgan exige des garanties considérables pour se prémunir contre les risques des pensions tripartites journalières. Le mardi 9 septembre, en tenant compte des nantissements sur ses actifs, la réserve de liquidités de Lehman Brothers n'est plus que de 22 milliards de dollars. Deux jours plus tard, le jeudi 11 septembre, la banque peut encore se targuer de 150 milliards de dollars de garanties sur le marché des accords de pension[19]. Mais à cette date, la confiance est ébranlée. Standard & Poor's, Fitch et Moody's abaissent la note de Lehman Brothers. Le prix de son action s'effondre, entraînant dans sa chute la réputation de la banque sur les marchés des mises en pension ; ces transactions, à hauteur de 20 milliards de dollars, ne sont pas renouvelées et J.P. Morgan exige 5 milliards de dollars de garantie pour maintenir les activités les plus essentielles de Lehman Brothers sur le marché des accords de pension tripartites. En quelques heures

le vendredi 12 septembre, la réserve de liquidités de Lehman Brothers tombe à 1,4 milliard de dollars. Il faut se rendre à l'évidence : à moins qu'un sauvetage soit mis en place pendant le week-end, elle devra déclarer faillite.

Le lundi 15 septembre, abasourdis, les employés de la banque dans le monde entier se retrouvent dehors. Une question se pose : qui sera la prochaine victime ? Bear Stearns et Lehman Brothers étaient mal gérées. Dans un contexte d'âpre concurrence, elles ont fait des paris extrêmement risqués dans les pires secteurs de la titrisation hypothécaire. Mais elles ne sont pas des exceptions. Merrill Lynch a aussi pris de grands risques dans l'immobilier et finance 194 milliards de dollars sur son bilan grâce à des transactions à court terme pendant l'été 2008[20]. Au total, avant la faillite de Lehman Brothers, des garanties à hauteur de 2 500 milliards de dollars sont enregistrées quotidiennement sur le segment tripartite du marché des prises en pension. Cette masse colossale de créances et contre-créances peut être déstabilisée en l'espace de quelques heures. Les analystes spécialisés ont conscience du caractère bimodal de la situation. C'est une « gigantesque théorie des jeux », remarque l'un d'eux[21]. Sur le marché des pensions tripartites, au vu de la qualité irréprochable des sûretés, il n'existe aucun mécanisme d'ajustement des prix. Les banques d'affaires, les intermédiaires, ceux auxquels ils empruntaient et à qui ils prêtent des titres sont une gigantesque machine qui pèse des milliers de milliards de dollars et qui repose sur la confiance et des garanties de bonne qualité. Du jour au lendemain, même un acteur principal de ce système peut en être exclu.

Volumes d'actifs de différentes catégories financés par Lehman Brothers grâce à des mises en pension tripartites



*Titres dont les intérêts et le principal font l'objet d'opérations distinctes (*Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities*)

Source : Adam Copeland, Antoine Martin et Michael Walker, « Repo Runs : Evidence from the Tri-Party Repo Market », Federal Reserve Bank of New York Staff Reports n° 506, juillet 2011 (révisé en août 2014).

Après Lehman Brothers, le maillon suivant à subir d'intenses pressions dans la chaîne bancaire parallèle est AIG. L'assureur, dont l'expansion est spectaculaire à partir des années 1990, a un service des produits financiers qui pèse lourd sur le marché des instruments dérivés. En 2007, ses contrats sur produits dérivés représentent au total 2 700 milliards de dollars[22]. Sur cette somme, les contrats d'échange sur risque de défaut (CDS) représentent 527 milliards de dollars, dont 70 milliards de dollars reposent sur des MBS, dont 55 milliards de dollars sont exposés à des *subprimes* dangereuses. Étant donné sa connaissance du marché immobilier, AIG arrête d'émettre des CDS dès 2005. Mais son portefeuille est relativement modeste et il a adossé les CDS à

des actifs AAA, c'est pourquoi l'assureur ne juge pas nécessaire de se prémunir contre des pertes. C'est une erreur fatale. Sur un total de 44 000 contrats sur produits dérivés dans le service des produits financiers d'AIG, un groupe de 125 CDS sur des MBS sont sur le point de mal tourner, et ce de manière spectaculaire. Ces 125 contrats vont infliger aux comptes d'AIG des pertes atteignant 11,5 milliards de dollars, soit le double de ce que son service des produits financiers a gagné entre 1994 et 2006. C'est un coup dur, mais l'envergure de ses activités mondiales permet à AIG d'absorber des pertes d'une telle ampleur. À terme, le marché rebondirait. Par ailleurs, AIF ne doit pas répondre à des appels de sûretés pour des MBS en défaut de paiement. Comme pour Bear Stearns et Lehman Brothers, AIG n'est pas menacé par la crise qui s'empare lentement des marchés immobiliers. Certes, il faut s'attendre à une vague de défauts de paiement et de saisies, mais elle ne déferlera pas avant des années. C'est en décembre 2008 qu'AIG doit consentir un remboursement pour la première fois dans le cadre d'un CDS. Le problème est la réaction par anticipation des marchés financiers et la revalorisation rapide des créances titrisées, ainsi que des dérivés qui en découlent. Dans le cas d'AIG, dont la note de première catégorie est abaissée, les contreparties de ses polices d'assurance déclenchent immédiatement des appels de marge. Elles veulent des garanties pour prouver qu'AIG pourra assumer ses obligations si les prêts hypothécaires tournent mal. Ce sont ces appels de sûretés, dont le total atteint des dizaines de milliards de dollars, qui menacent de pousser AIG dans l'abîme.

Les soucis d'AIG ne s'arrêtent pas là. L'assureur s'est mis en difficulté en se lançant dans le prêt de titres. Au sein d'AIG , un groupe se spécialise dans le regroupement en lots de bons du Trésor d'excellente qualité et d'autres titres détenus par les caisses d'assurance d'AIG. Ce groupe prête ces titres à d'autres investisseurs en échange de liquidités, une opération semblable à une mise en pension. Chez AIG, les responsables de ces prêts de titres cherchent ensuite à optimiser les rendements en

investissant les liquidités perçues dans des MBS plus risqués mais plus rentables. Paradoxalement, le service concerné commence à faire ces paris risqués dès 2005, au moment précis où le service des produits financiers d'AIG décide qu'il est trop périlleux de continuer à émettre des contrats d'échange sur risque de défaut pour les MBS. À l'été 2007, la division chargée des prêts de titres chez AIG a investi 45 milliards de dollars dans des titres adossés à des créances hypothécaires privées. Quand les activités de titrisation s'effondrent, ces actifs deviennent pour ainsi dire invendables, et AIG se presse de trouver des fonds pour rembourser les emprunteurs de titres, qui veulent récupérer leur argent. Dans le seul but de faire du chiffre, une compagnie d'assurance riche en liquidités, dotée d'un portefeuille colossal de titres d'excellente qualité, est devenue une banque en surchauffe du secteur parallèle, soumise à une grave asymétrie des échéances. Et pour ne rien arranger, elle est confrontée aux acteurs de plus gros calibre de la finance mondiale.

Goldman Sachs, l'un des établissements les plus malins sur le marché, est le premier à faire des appels de sûretés contre AIG[23]. Mais c'est aussi une banque d'affaires qui n'a pas de dépôts assurés par la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Comme Bear Stearns, Lehman Brothers et Merrill Lynch, Goldman Sachs peut sombrer si les marchés ne lui font plus confiance. L'une des stratégies qui permet à l'entreprise de survivre à la crise est la vente à découvert, c'est-à-dire le fait de parier contre les MBS. Un facteur crucial de ce pari est l'achat de CDS à AIG. Dès le 30 juin 2008, les appels de sûretés lancés par Goldman Sachs atteignent 7,5 milliards de dollars. Quand la note d'AIG est abaissée le 15 septembre, on assiste à un nouveau pic des appels de marge. Sur l'ensemble des sommes réclamées à AIG, soit plus de 32 milliards de dollars, Goldman Sachs et son associé, la Société Générale, exigent 19,8 milliards de dollars[24]. Pour AIG, les répercussions sont drastiques. L'assureur a besoin de liquidités au pire moment imaginable. En raison de sa note, il ne peut plus emprunter des dizaines de milliards par les moyens

habituels. La seule solution pour lever des fonds est une vente de liquidation, ce qui revient à avouer les pertes accusées et à rendre sa position d'autant plus précaire. Le 16 septembre au matin, AIG est à quelques heures de la faillite.

La crise touche maintenant les ABCP, les mises en pension et les CDS. Les prochains sur la liste, dans le système bancaire parallèle, sont les fonds communs de placement monétaires. Le 10 septembre, avant la faillite de Lehman Brothers, ils administrent à eux tous 3 580 milliards de dollars d'épargne et de liquidités pour des particuliers, des caisses de retraite et d'autres investisseurs[25]. Ils offrent de meilleurs rendements que les comptes d'épargne traditionnels, tout en garantissant le capital investi, ce qui est un facteur essentiel de leur succès. Quoi qu'il arrive, chaque dollar placé sera restitué. Le lendemain de la faillite de Lehman Brothers, le 16 septembre, cette illusion s'envole. Le Reserve Primary Fund, l'un des établissements les plus anciens et les plus respectés dans le secteur, responsable de la gestion de plus de 62 milliards de dollars, signale à la Fed que la valeur nette de ses actifs est sur le point de passer sous la barre du dollar. Il n'est plus en mesure de garantir la restitution d'un dollar pour chaque dollar investi. En août 2007, le Reserve Primary Fund subissait une très forte pression concurrentielle. Pour améliorer son rendement et attirer de nouveaux investisseurs, il engage 60 % de ses fonds dans l'achat d'ABCP au moment même où d'autres investisseurs s'en débarrassent[26]. Les rendements élevés, bradés par des emprunteurs prêts à tout, catapultent ce fonds du dernier quintile au décile supérieur en termes de performance et doublent son volume d'actifs en l'espace d'un an. Mais cette stratégie expose aussi les investisseurs à de graves risques. D'une manière générale, les gestionnaires font de bons choix. Mais 1,2 % des fonds sont placés dans des ABCP à fort rendement de Lehman Brothers, et en septembre, leur valeur s'effondre. Au bout du compte, les pertes accusées par le Reserve Primary Fund sont minuscules. En 2014, il est en mesure de restituer

99,1 centimes pour un dollar placé. Mais les jours suivants le 15 septembre, les investisseurs craignent de ne pas être pleinement remboursés et 500 milliards de dollars sont retirés des fonds communs de placement risqués, afin d'être placés sous forme de bons du Trésor américain, qui sont plus sûrs[27].

En septembre 2008, les événements qui s'enchaînent poussent à son point d'ébullition la contraction spectaculaire des marchés du financement de gros qui a commencé en août 2007. Les marges de sécurité appliquées aux garanties de moins bonne qualité, utilisées sur le marché des pensions bilatérales, passent du taux déjà élevé de 25 % (atteint pendant l'été 2008) au pic de 45 %[28]. Une banque d'affaires doit donc mobiliser deux fois plus d'argent pour détenir sur ses comptes n'importe quel produit qui n'est pas un titre d'excellente qualité. Même à Goldman Sachs, la plus solide des banques d'affaires indépendantes, la réserve vitale de liquidités – passée de 60 milliards de dollars en 2007 à 113 milliards de dollars au troisième trimestre 2008 – plonge le 18 septembre au total nominal de 66 milliards de dollars[29]. À ce rythme, la fin de partie ne tardera pas.

Pendant ce temps, les retraits massifs des investisseurs pour mettre leur argent à l'abri entraînent la contraction des bilans, ce qui se répercute sur le crédit dans le reste du système. Les emprunts accordés par les banques, les banques d'affaires, les fonds spéculatifs et les fonds communs de placement aux grandes entreprises des États-Unis – dits « crédits syndiqués » – passent de 702 milliards de dollars au deuxième trimestre 2007 à 150 milliards de dollars au quatrième trimestre 2008. Les taux d'intérêt imposés aux entreprises qui empruntent dans des conditions risquées, mais avec des rendements élevés, atteignent le pic de 23 %. Ce taux élimine toutes les sociétés, outre les plus désespérées et les plus rentables[30]. Toutes les entreprises ressentent cette grave crise. Parallèlement, les sociétés qui ont du mal à obtenir des crédits ailleurs s'appuient d'autant plus sur leurs lignes de crédit existantes, renforçant ainsi la pression exercée sur les banques[31].

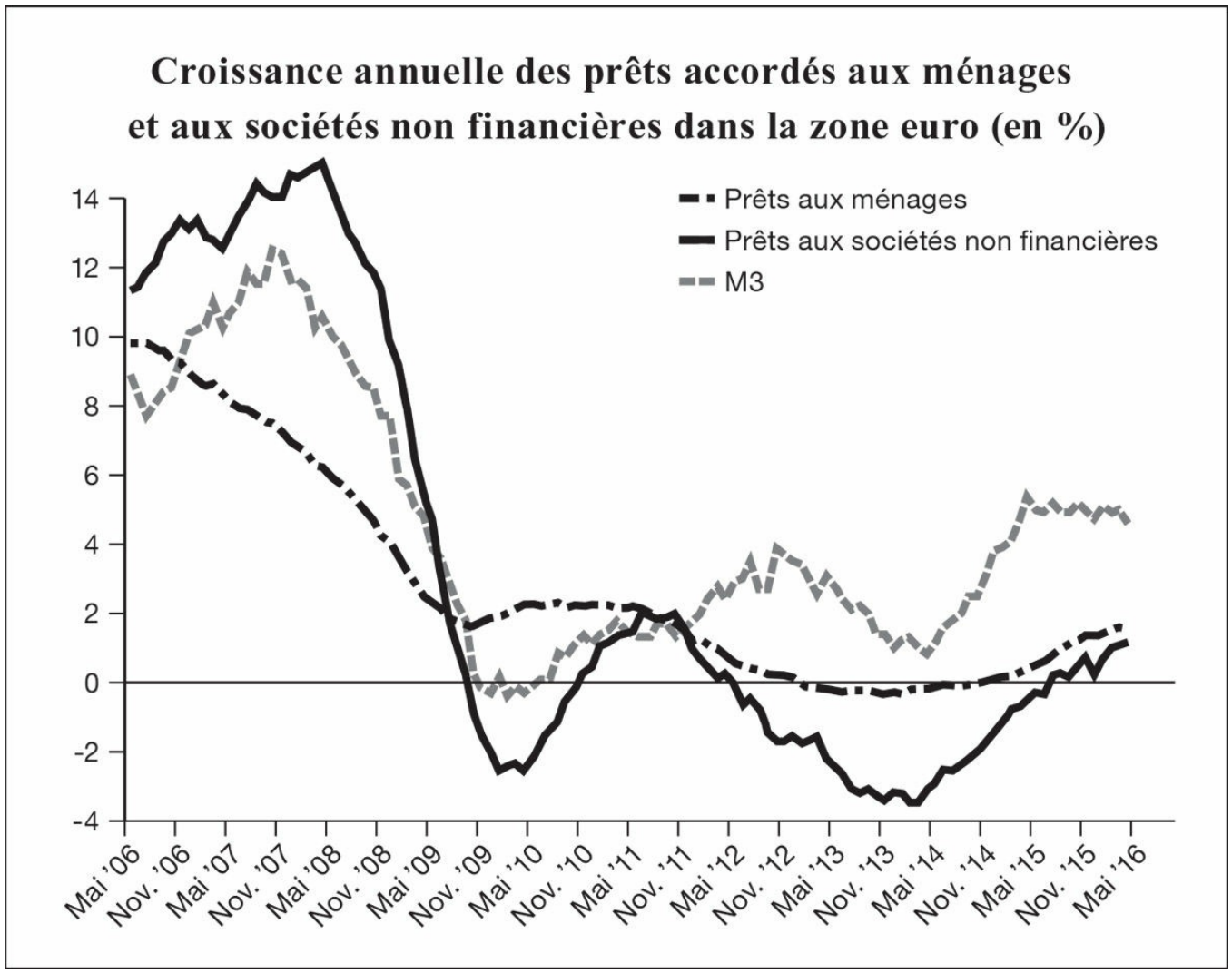
L'incertitude concerne désormais les fonds communs de placement monétaires, les mises en pension, les ABCP et les CDS d'AIG, et les ondes de choc se propagent bien au-delà des États-Unis. Les fonds communs de placement monétaires aiment particulièrement investir dans les dettes des banques européennes. Elles sont une source essentielle de financements en dollars pour les plus grands établissements bancaires européens[32]. Comment les banques européennes financeront-elles leurs portefeuilles d'actifs en dollars une fois que les fonds communs de placement se retireront du jeu ? À cause de la disparition des prêts interbancaires, les établissements européens recourent à divers mécanismes indirects pour obtenir des financements en dollars. On mesure leur désespoir au prix qu'ils sont prêts à payer pour emprunter en euros, livres sterling, yens, francs suisses et dollars australiens, pour ensuite changer ces prêts en dollars. En temps normal, comme ce type de transactions présente un risque quasi nul, les primes sont inexistantes. Mais comme les financements en dollars se font rares, elles atteignent 2 à 3 %. Cet écart, appliqué à des bilans qui pèsent plusieurs milliers de milliards de dollars, est suffisant pour annoncer une avalanche. Si les Européens ne peuvent pas financer leurs portefeuilles en dollars à des taux abordables, ils seront contraints de vendre. Mais comme l'avait montré l'annonce de BNP Paribas en août 2007, il n'y a tout simplement pas de marché pour des actifs qui avaient été évalués à plusieurs centaines de milliards de dollars peu avant. Le mardi 16 septembre 2008, le « jour d'après » la faillite de Lehman Brothers, les problèmes de financement de l'Europe sont jugés si graves que la question est prioritaire à l'ordre du jour du Comité fédéral de l'open market. Elle est traitée par Ben Bernanke et ses collègues avant même d'aborder les problèmes d'AIG[33].

La Fed n'est pas non plus la seule à se préparer à la fin du monde. Lors d'une téléconférence organisée de bonne heure le samedi 13 septembre, Jamie Dimon, P-DG de J.P. Morgan, ordonne à ses cadres supérieurs – stupéfaits – de se préparer à

l'apocalypse. Il annonce que J.P. Morgan sera à l'abri grâce à son légendaire « bilan imprenable », mais qu'ils doivent anticiper la faillite de toutes les banques d'affaires sur Wall Street, non seulement Lehman Brothers, mais aussi Merrill Lynch, Morgan Stanley et Goldman Sachs[34]. Pendant ce temps, de l'autre côté de l'Atlantique, l'impact de la crise du financement sur plusieurs grands prêteurs européens est catastrophique. HBOS et RBS au Royaume-Uni, Fortis et Dexia au Benelux, Hypo Real Estate à Munich, Anglo Irish Bank, UBS, le Crédit Suisse et des dizaines d'autres risquent la faillite. En l'absence de dépôts, on n'assiste pas à des retraits massifs. Chacun interrompt ses transactions sur les marchés monétaires et limite ses dépenses. Le résultat de cette panique collective, non pas celle des foyers mais des principaux acteurs du système financier mondial, est un désastre qui se mesure en milliers de milliards de dollars.

II

En dehors de Manhattan et de la City, la nouvelle est terrible sur le plan économique. Des deux côtés de l'Atlantique, l'activité des entreprises est à l'arrêt. En Europe, pas moins qu'aux États-Unis, c'est la crise de 2008 et non celle de la zone euro qui change réellement la donne en termes de baisse des investissements et de la consommation, mais aussi de hausse du chômage. Dès le second semestre 2007, les banques petites et grandes en Allemagne, en France, au Royaume-Uni, en Suisse et au Benelux prennent la mesure de leurs pertes, et la contraction du crédit commence. Le secteur bancaire est le premier à subir des pressions car il est le plus dépendant du brassage quotidien de volumes considérables de crédit. Mais sous peu, la pénurie s'étend aux sociétés hors de la finance et aux ménages. Dans la zone euro, après une période de croissance comprise entre 10 et 15 %, la progression des nouveaux prêts chute brutalement à zéro. Ce n'est pas la crise de la dette souveraine, en 2010, qui interrompt la croissance européenne, mais bien la crise bancaire transatlantique de 2008.



Source : http://macro-man.blogspot.co.uk/2016/06/a-broad-scan.html.

Parallèlement à la contraction de l'emprunt hypothécaire, la chute s'accélère sur le marché du logement. L'effondrement du cours immobilier et des marchés financiers réduit considérablement les richesses personnelles. En Espagne, le patrimoine net par habitant baisse d'au moins 10 % entre 2007 et 2009. En cinq ans, la fortune personnelle plonge de 28 %, soit 1 400 milliards d'euros et l'équivalent de plus d'un an de production[35]. Au Royaume-Uni, la dégringolade de la Bourse et du cours immobilier entraîne, en 2008-2009, une baisse du patrimoine personnel estimée par le FMI à 1 500 milliards de dollars – soit 50 % du PIB en douze mois seulement. Un propriétaire sur dix est confronté à une valeur résiduelle négative[36]. En Irlande, les prix de l'immobilier, qui avaient

quadruplé entre 1994 et 2007, sont divisés par deux entre 2008 et 2012, entraînant dans leur chute le patrimoine des ménages[37]. Ce sont des chocs violents, mais en termes d'échelle, la crise américaine les surpasse tous. Selon une estimation précoce du FMI pendant l'été 2009, les pertes accusées par les ménages aux États-Unis atteignent 11 000 milliards de dollars[38]. En 2012, le ministère américain des Finances réévalue ce chiffre à 19 200 milliards de dollars[39]. Des estimations indépendantes avancent une somme plus proche de 21 000 ou 22 000 milliards de dollars – 7 000 milliards de dollars liés à l'immobilier, 11 000 milliards de dollars liés à la Bourse et 3 400 à 4 000 milliards de dollars liés à l'épargne-retraite[40]. Par rapport au pic de 2006, les prix du logement aux États-Unis sont divisés par trois en 2009. À l'apogée de la crise, 10 % des prêts immobiliers aux États-Unis accusent de graves retards de paiement et 4,5 % de tous les prêts hypothécaires se soldent par des saisies. Plus de 9 millions de familles perdent leur logement. Des millions d'autres vivent dans l'angoisse pendant des années, car elles peinent à rembourser des habitations qui valent moins que les prêts hypothécaires signés. Au pire moment de la crise, plus d'un quart des logements aux États-Unis ont une valeur résiduelle négative[41].

S'y ajoute la répartition des pertes entre les ménages les plus riches et les plus pauvres. Entre 2007 et 2010, le patrimoine moyen des ménages américains passe de 563 000 à 463 000 dollars. Mais ces chiffres sont tirés vers le haut par les fortunes colossales des plus riches. Pour le ménage médian – celui qui se situe au centre de la répartition des richesses – on s'aperçoit que le patrimoine net a été divisé de moitié, passant ainsi de 107 000 à 57 800 dollars[42]. Et si ces chiffres sont calamiteux, ce n'est rien à côté de ce que vivent les minorités aux États-Unis. Le patrimoine médian de la population hispanique, qui avait particulièrement contribué au boom immobilier, chute de 86,3 % entre 2007 et 2010[43]. Le ménage afro-américain médian perd la quasi-intégralité de son patrimoine immobilier et

les propriétaires afro-américains risquent deux fois plus la saisie de leur bien que les emprunteurs blancs[44] . Même en l'absence d'images aussi mémorables que le Dust Bowl des années 1930, la crise du logement qui commence en 2007 provoque le plus grand mouvement de population aux États-Unis depuis la Grande Dépression. Le pourcentage en chute libre de propriétaires au sein des minorités provoque un retour de la ségrégation raciale[45].

Étant donné les difficultés des ménages, c'est la baisse de la consommation qui provoque le marasme économique américain en 2008[46]. L'effondrement de la demande est suivi d'une chute de la production et de l'emploi. Dans la Central Valley en Californie, où la valeur des biens immobiliers a diminué de moitié, la consommation baisse de 30 %[47]. Toute dépense qui peut être reportée est éliminée. Pour l'industrie américaine de l'automobile, mal en point depuis longtemps, c'est le coup de grâce. Les ventes de voitures et de véhicules légers plongent, passant d'une production annuelle de 16 millions d'unités en 2007 à 9 millions seulement en 2009. En décembre 2008, il est évident que Chrysler et General Motors feront faillite. Au début du XXIe siècle, GM n'est plus le symbole national d'antan. En 2007, le groupe emploie 266 000 personnes, contre le record de 853 000 en 1979. Mais au début de l'année 2008, il reste la plus grande entreprise automobile au monde. GM verse 476 millions de dollars en salaires chaque mois et prend en charge les soins de santé et les pensions de 493 000 employés à la retraite. Ses activités de production suscitent des commandes de pièces et services à hauteur de 50 milliards de dollars, prises en charge par 11 500 fournisseurs[48]. Au total, selon les lobbyistes du secteur, environ 4,5 % des emplois aux États-Unis dépendent de l'industrie automobile, soit plus de 500 milliards de dollars par an en salaires et plus de 70 milliards de dollars de recettes fiscales[49]. Le 7 novembre 2008, GM annonce qu'en l'absence d'une aide de l'État, elle sera insolvable à l'été 2009.

La faillite imminente de GM et de Chrysler est le point d'exclamation qui conclut le long déclin de l'industrie automobile américaine. C'est la mort d'une version du rêve américain. Mais la crise que traverse Detroit provoque des ondes de choc dans le monde entier. L'avenir de Vauxhall et Opel, les divisions de GM établies de longue date au Royaume-Uni et en Allemagne, est aussi menacé[50]. Il en va de même pour les activités de GM au Mexique. Dans le cadre de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA), des systèmes de production interconnectés – appelés chaînes de valeur – s'étendent d'un bout à l'autre de l'Amérique du Nord. Par conséquent, le Mexique est particulièrement dépendant des États-Unis. En 2007, 80 % des exportations mexicaines ont pour destination les États-Unis. La crise qui frappe ce pays entraîne une chute de près de 7 % du PIB mexicain, une contraction plus grave que pendant la crise financière de 1995, qui avait déclenché le dénommé « effet tequila[51] ». Entre mai 2008 et mai 2009, les exportations mexicaines non pétrolières chutent de 28 %. Les exportations automobiles sont divisées par deux[52]. Dans les villes industrielles au nord du pays, Ciudad Juárez et Tijuana, où se concentrent de grandes usines dont la production est destinée à l'exportation – les *maquiladoras* – l'emploi dans l'industrie baisse de plus de 20 %. Associée au pic de violence liée au narcotrafic, la récession pousse plus de 100 000 ouvriers et leurs familles à quitter Ciudad Juárez. De l'autre côté de la frontière, la forte hausse du chômage interrompt l'envoi de fonds à l'étranger et des centaines de milliers d'immigrés rentrent dans leur pays d'origine, aggravant progressivement la situation des Mexicains les plus pauvres. Pendant ce temps, les nouveaux investissements étrangers au Mexique baissent de moitié et la valeur du peso plonge – à 15 au lieu de 11 pesos pour un dollar – ce qui augmente d'autant le coût de la vie.

Les difficultés ne se cantonnent pas non plus à l'Amérique du Nord. Pendant des décennies, le principal concurrent de GM

dans le monde était Toyota. C'est en 2008 que Toyota devient le premier fabricant mondial de voitures, mais l'entreprise en paie le prix. En 2009, le Japon est secoué par le « séisme Toyota », quand le champion national enregistre ses premières pertes en soixante-dix ans et restreint la production mondiale de 22 %[53]. L'entreprise, qui avait enregistré 28 milliards de dollars de bénéfices en 2007-2008, est confrontée à des pertes d'1,7 milliard de dollars en 2008-2009. « L'économie mondiale ne connaît des changements d'une telle ampleur qu'une fois par siècle, déclare le P-DG, Katsuaki Watanabe. Nous faisons face à une urgence sans précédent[54]. » Les stocks de voitures invendues augmentent aux États-Unis et en Europe, et les exportations japonaises d'automobiles chutent de deux tiers[55]. Au Japon, les industries de biens d'investissement s'arrêtent net. Hitachi, géant des biens d'équipement et de l'électronique, est le plus touché et subit la pire perte jamais essuyée par une entreprise industrielle japonaise – 7,87 milliards de dollars[56]. Sony, marque emblématique de l'électronique grand public, annonce des pertes atteignant 2,6 milliards de dollars. Toshiba s'attend à perdre 2,8 milliards de dollars et Panasonic 3,8 milliards[57]. Dans l'ensemble, en janvier 2009, l'économie du Japon se contracte à hauteur de 20 % et les exportations de 50 % sur une base annuelle[58]. Cette conjoncture est principalement due à la chute des exportations vers les États-Unis, et dans une moindre mesure vers les voisins du Japon – la Chine, Taïwan et la Corée – qui entrent tous en récession.

Comme le montre le choc de 2008, la synchronisation parfaite des chaînes d'approvisionnement signifie que « l'usine asiatique » réagit en quelques semaines à une baisse de la demande en Europe et en Amérique. Et l'Asie n'est pas la seule région touchée. L'Allemagne encaisse une chute de 34 % de ses exportations entre le deuxième trimestre 2008 et 2009 ; les fabricants de machines et d'équipements liés aux transports accusent une forte baisse d'activité. C'est le plus grave choc économique subi par la République fédérale d'Allemagne depuis

sa fondation en 1949. Comme le note un économiste du secteur bancaire : « Il faut remonter aux années 1930 et à la Grande Dépression pour trouver des chiffres aussi catastrophiques[59]. » Les marchés émergents sont aussi frappés. La Turquie, qui avait rejoint le club des économies en forte croissance après sa stabilisation financière en 2004, subit une paralysie soudaine et dramatique. Au premier trimestre 2009, le PIB turc chute de 14,7 % rapporté à l'année. Le taux de chômage passe de 8,6 % pendant l'été 2008 à 14,6 % pendant le premier hiver de la crise. La Turquie est le marché émergent le plus gravement touché en dehors de l'Europe de l'Est. Cette situation est inédite depuis la crise financière désastreuse de 2001[60]. La Bourse d'Istanbul plonge de 54 % entre décembre 2007 et novembre 2008[61].

La crise de 2008 prend une telle ampleur à cause d'une incroyable synchronisation mondiale. Sur les 104 pays pour lesquels l'Organisation mondiale du commerce collecte des données, l'intégralité d'entre eux encaisse une chute des importations et des exportations au second semestre 2008 et au premier semestre 2009. Tous les pays et tous les types de bien, sans exception, accusent un déclin[62].

Dans l'industrie, c'est le volume des échanges qui baisse – le nombre de voitures expédiées ou le nombre de téléphones mobiles exportés. Sur le marché des matières premières, le choc frappe les prix. Durant les six mois les plus durs de l'année 2008, le cours pétrolier chute de plus de 76 %, ce qui met sens dessus dessous les budgets des économies pétrolières. L'Arabie Saoudite passe d'un excédent budgétaire correspondant à 23 % de son PIB, en 2008, à un déficit considérable[63]. Le Koweït est secoué par la crise de la Gulf Bank, qui enregistre des pertes sur ses opérations en devises[64]. Mais la plus touchée est Dubaï, en pleine expansion. Le secteur immobilier de cette métropole, stimulé par un cours des matières premières en forte hausse et l'appui de banques internationales comme RBS et Standard Chartered, incarne la frénésie mondiale que connaît le bâtiment[65]. En 2008, la silhouette de la ville est hérissée de grues. Ses centres

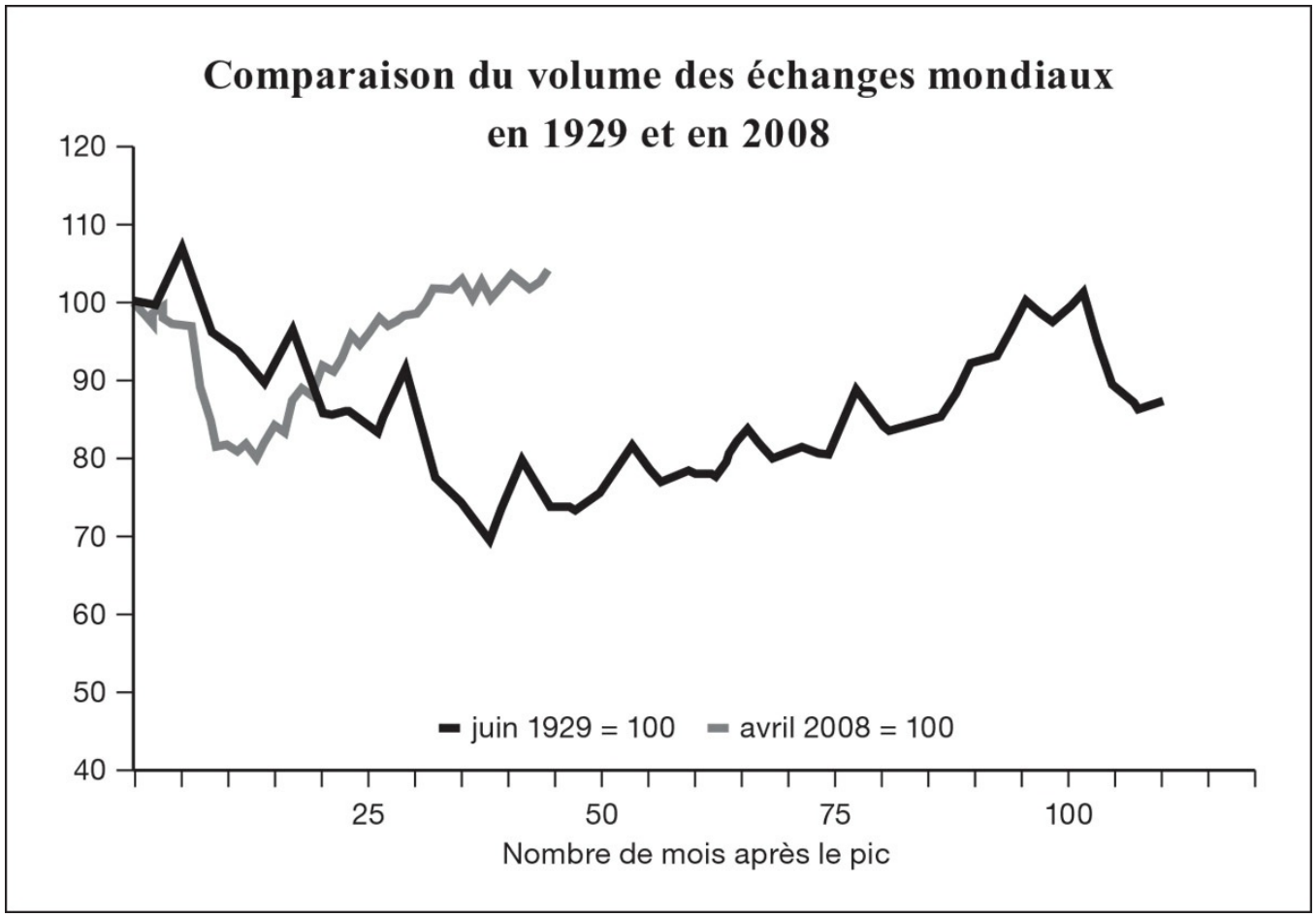
commerciaux, grandioses, ont une surface par habitant quatre fois plus importante qu'aux États-Unis. À l'automne 2008, la bulle éclate. Les émissions de crédit chutent fortement. En février 2009, le boom exubérant qu'avait connu le bâtiment pendant six ans s'arrête net. La moitié des projets entrepris dans les pays du Conseil de coopération du Golfe, soit un portefeuille de 1 100 milliards de dollars, est annulée en quelques mois. Un nombre considérable de voitures de luxe sont abandonnées quand les Occidentaux sous contrat se précipitent à l'aéroport afin d'éviter la prison pour dettes. Des dizaines de milliers de travailleurs temporaires sont rapatriés en Inde sur des vols affrétés pour l'occasion[66].

Face à l'effondrement de la consommation des ménages et des investissements dans les entreprises, 52 pays, sur les 60 qui fournissent des statistiques trimestrielles au FMI sur leur PIB, déclarent une contraction au deuxième trimestre 2009[67]. C'est la première fois, depuis que ces données sont recueillies, qu'une telle récession synchronisée est enregistrée. Des dizaines de millions de personnes perdent leur emploi. Les caméras de télévision filment des banquiers abasourdis, qui quittent les gratte-ciel londoniens et new-yorkais avec leurs effets personnels, mais ce sont les jeunes ouvriers non qualifiés qui souffrent le plus[68]. Aux États-Unis, l'épicentre de la crise, la chute mensuelle du taux d'emploi pendant l'hiver 2008-2009 est stupéfiante. Durant cette période, le pire mois accuse une perte de plus de 800 000 emplois. Au sein de la population afro-américaine, ce pic est particulièrement spectaculaire et le taux de chômage passe de 8 % en 2007 à 16 % début 2010[69]. Les jeunes travailleurs noirs sont particulièrement touchés et leur taux de chômage atteint 32,5 % en janvier 2010. Et parmi eux, les jeunes hommes afro-américains sans diplôme de l'enseignement secondaire sont les plus mal lotis, puisque à New York en 2009, plus de 50 % d'entre eux n'ont pas de travail[70]. Combien de personnes ont perdu leur emploi à l'échelle mondiale ? Tout dépend de la façon de calculer le nombre de chômeurs au sein de

la main-d'œuvre migrante en Chine, qui représente des effectifs considérables. À l'échelle mondiale, les estimations raisonnables sont comprises entre 27 millions et 40 millions de personnes[71].

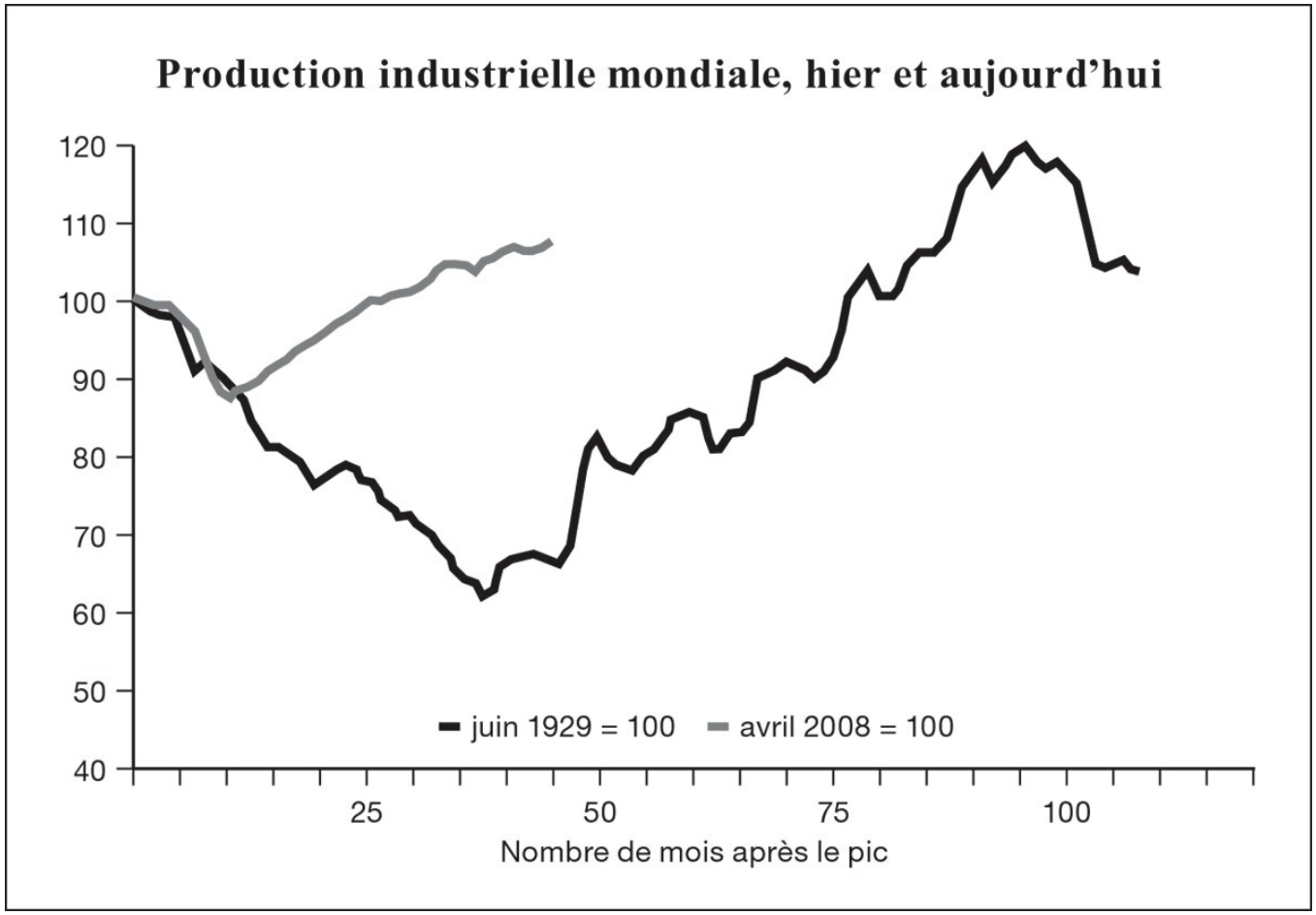
III

La gravité de la situation ne fait aucun doute, mais comment l'évaluer à l'échelle de l'histoire ? En quête de repères, Paul Krugman conclut, au printemps 2009, que la situation est catastrophique. Toutefois, du moins en ce qui concerne l'industrie des États-Unis, la conjoncture n'est pas aussi sombre que pendant la Grande Dépression des années 1930[72]. Ce n'est qu'une « demi-Grande Dépression », plaisante-t-il. Cet avis ne fait pas long feu. Comme de nombreux critiques s'empressent de le noter, l'analyse de Paul Krugman est profondément bornée, car la Grande Dépression, pas plus que la crise de 2008, n'est cantonnée aux États-Unis. À l'échelle mondiale, la production industrielle, les marchés boursiers et les échanges s'effondrent au moins aussi rapidement en 2008 et 2009 qu'en 1929[73].



Source : Barry Eichengreen et Kevin O'Rourke, « A Tale of Two Depressions Redux »,

http://voxeu.org/article/tale-two-depressions-redux.

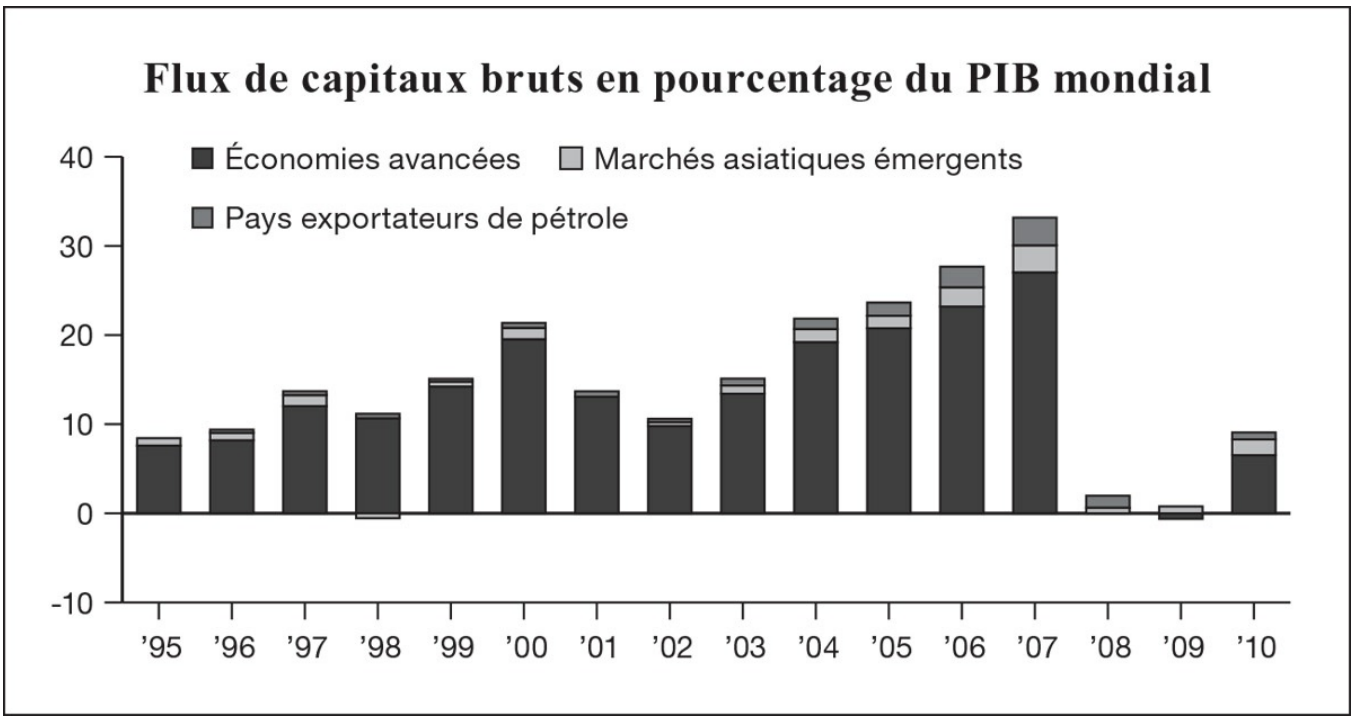


Source : Barry Eichengreen et Kevin O'Rourke, « A Tale of Two Depressions Redux », http://voxeu.org/article/tale-two-depressions-redux.

Nous savons aujourd'hui que des mesures de grande ampleur, prises dans l'urgence, ont permis d'éviter une dépression paralysante telle que l'avait connue le monde au début des années 1930. Mais cette perspective relativement optimiste n'est possible qu'avec le recul. En septembre 2008, l'envergure des mesures prises est proportionnelle à la détresse de ceux qui se trouvent à l'épicentre de la crise aux États-Unis. Ben Bernanke à la Fed, Tim Geithner à la Fed de New York et Hank Paulson au ministère de Finances qualifient tous cette période de traumatisante. Après la faillite de Lehman Brothers, Hank Paulson annonce à ses équipes la perspective d'un « 11 septembre économique[74] ». Le matin du 20 septembre, le secrétaire au Trésor signale au Congrès qu'en l'absence de décisions rapides,

des richesses à hauteur de 5 500 milliards de dollars auront disparu à 14 heures. L'économie mondiale risque de s'effondrer « sous 24 heures[75] ». Lors d'une séance privée avec des responsables du Congrès, Ben Bernanke, qui n'a aucun penchant pour les exagérations, avertit que s'ils n'adoptent pas immédiatement des mesures, « nous n'aurons peut-être plus d'économie lundi prochain[76] ».

Dans les cas des États-Unis, c'est sans aucun doute une exagération. Ben Bernanke veut faire peur au Congrès afin qu'il agisse. En revanche, les données sur les flux d'investissement dans le monde révèlent une situation stupéfiante. Avant la crise, les entrées et sorties de capitaux correspondent à quasiment 33 % du PIB mondial. La vaste majorité de ces flux ne sont pas des transactions entre le monde industrialisé et les marchés émergents, mais entre économies avancées. À l'apogée de la crise, du dernier trimestre 2008 au premier trimestre 2009, ces flux baissent de 90 % et ne correspondent plus qu'à 3 % du PIB mondial[77]. Au second semestre 2008, les flux de capitaux entre les pays riches passent de 17 000 milliards de dollars à moins de 1 500 milliards de dollars. À l'échelle de l'économie mondiale, aucun autre agrégat n'est secoué si fortement ou si brutalement. C'est comme si un gigantesque volant s'était arrêté net, envoyant ainsi une violente secousse à l'ensemble du système financier.



Source : Claudio Borio et Piti Disyatat, « Global Imbalances and the Financial Crisis : Link or No link ? », document de travail de la BRI, n° 346, 2011, graphique 5.

En public, Ben Bernanke sait que son visage ne doit trahir aucune émotion : « […] les paniques financières comportent une forte dimension psychologique. Se montrer calme, rationnel et rassurant c'était avoir déjà bataille à moitié gagnée », raconte-t-il dans ses mémoires[78]. Mais en tant qu'économiste et historien de l'économie, Ben Bernanke prend toute la mesure du défi. La menace de 2008 n'est pas la même qu'en 1929. La menace est d'autant plus grande et peut-être encore plus grave. C'est ce qu'il affirme à plusieurs occasions par la suite : pour Ben Bernanke, « septembre et octobre 2008 » sont manifestement la « pire crise financière de l'histoire mondiale, y compris la Grande Dépression[79] ». Dans les années 1930, il n'y a pas eu de synchronisation généralisée. Jamais autant de grandes banques mondiales n'ont été au bord de la faillite en même temps. La vitesse et la force de cette avalanche sont inédites. Ben Bernanke l'écrit dans ses mémoires : « Trop réfléchir au poids des enjeux pouvait devenir écrasant, et même paralysant, aussi me concentrais-je autant que possible sur la tâche précise à

accomplir. […] [A]u fur et à mesure des événements, j'avais réprimé mes frayeurs et m'étais concentré sur la résolution des problèmes[80]. » Ce n'est qu'à la fin de son second mandat qu'il peut envisager de se détendre. « [A]vec le recul, c'était comme vivre un accident de voiture. Vous vous occupez surtout d'éviter de basculer par-dessus le parapet du pont ; et ensuite, plus tard, vous vous dites : "Ô, mon Dieu[81] !" »

Tim Geithner, responsable de la Fed de New York, donne un aperçu sans fard de sa perspective sur la lutte pour sauver le système financier : « Sur le moment, je n'étais pas en mesure d'expliquer la terreur de cette période. Mais quelque temps après, j'ai vu *Démineurs*, un film oscarisé sur une unité de déminage en Irak. Évidemment, nos téléconférences interminables dans des bureaux luxueux n'ont rien à voir avec les horreurs de la guerre, mais dès les dix premières minutes du film, j'ai su que j'avais trouvé un moyen de décrire la crise telle que je l'avais vécue : le fardeau écrasant de notre responsabilité, associé au risque paralysant d'un échec catastrophique ; la frustration de ne pas pouvoir tout contrôler ; l'impossibilité de savoir quelles mesures seraient réellement utiles ; la certitude que même de bonnes décisions risquaient de mal tourner ; la douleur et la culpabilité de négliger nos familles ; la solitude et la paralysie[82]. »

Il n'y a pas de raison de douter de leur sincérité. C'était une situation épouvantable. Mais les métaphores qu'ils emploient – l'attentat terroriste, l'accident de voiture et les bombes artisanales risquant d'exploser – sont révélatrices. Ils comparent ceux qui luttent contre la crise aux premiers secours qui font face à une urgence impérieuse. Et ils nous placent, le public, à leurs côtés. Comment ne pas compatir en lisant le récit de Ben Bernanke, qui fait de son mieux pour que la voiture familiale ne quitte pas la route, ou celui de Tim Geithner, membre d'une équipe héroïque de démineurs ? Les questions politiques sont mises de côté et, pétris d'angoisses, nous observons ces héros lutter pour que nous échappions au désastre. Pas le temps de

demander pourquoi nous sommes dans cette situation. Nous sommes « tous dans le même bateau ». Mais c'est précisément cette déclaration qui fait naître une économie politique de la crise[83]. Quel système doit être sauvé à l'automne 2008 ? Qui sont les victimes ? Qui mérite d'être protégé ? Qui est exclu de ce groupe ?

À mesure que la crise s'approche du paroxysme de septembre 2008, les premiers secours procèdent à une substitution. Tout avait commencé par l'éclatement dévastateur mais prévisible de la bulle immobilière. Cette crise touche des millions de ménages des deux côtés de l'Atlantique. Mais quand une série de banques et de fonds fait faillite à la fin de l'été 2007, la crise immobilière finit par ne plus être au centre de l'attention. Désormais, ce qui compte est l'éventuelle faillite d'une banque d'affaires. En septembre 2008, ce ne sont plus quelques banques, mais bien l'ensemble du système financier qui doit être sauvé à tout prix. Des marchés et des secteurs entiers – le marché des accords de pension, les billets de trésorerie adossés à des actifs, les fonds communs de placement – sont menacés de disparition. C'est l'implosion du système financier, vu comme une panne électrique massive menaçant l'économie dans son intégralité.

Il est crucial de réparer Wall Street, entend-on, pour aider Main Street – c'est-à-dire le reste de l'Amérique. Ce slogan est traduit et répété dans le monde entier. Et afin de maintenir les activités des entreprises, il est effectivement crucial de sauvegarder leurs crédits. En septembre, même les piliers les plus stables de l'économie ne peuvent plus obtenir de financements à court terme. McDonald's ne peut pas obtenir de découvert auprès de Bank of America[84]. Des rumeurs circulent selon lesquelles le géant General Electric et l'université de Harvard ont des problèmes de liquidités[85]. Mais au-delà de ces mesures de sauvetage immédiat, l'attention unilatérale dont bénéficie le système financier sert-elle vraiment les intérêts de l'économie réelle[86] ? L'impossibilité d'emprunter paralyse-t-elle

les investissements, provoquant et prolongeant ainsi la dépression ? Ou est-ce que le marché immobilier en crise et les ménages appauvris réduisent l'activité économique au point qu'il n'y ait plus de raison d'investir et donc plus de demande de prêts ?

Ces questions semblent peut-être théoriques. Face à une bombe à retardement, un accident de voiture imminent ou une catastrophe mondiale, faut-il vraiment se préoccuper de causalité ? Face à l'intensité de la crise financière, pourquoi s'en soucier ? Car la décision des responsables américains, qui préfèrent écarter ces questions et se consacrer exclusivement au sauvetage du système financier, influence tout ce qui se passe par la suite. Leur décision ouvre la voie à une inversion remarquable et amèrement ironique. Dans les années 1970, les porte-parole de la finance n'avaient qu'une idée en tête – l'allègement des régulations imposées à l'économie de marché – mais désormais, ils exigent la mobilisation de toutes les ressources de l'État pour sauver l'infrastructure financière d'une potentielle implosion systémique, une menace qu'ils comparent à une urgence militaire.

Chapitre 7

SAUVETAGES

La férocité de la crise financière en 2008 donne lieu à une intervention publique qui n'a pas d'équivalent dans l'histoire du capitalisme. En dehors des périodes de guerre, jamais les États ne sont intervenus aussi vite et aussi vigoureusement. C'est un coup brutal porté aux fervents défenseurs de la grande modération, un revirement stupéfiant de l'idéologie dominante du laisser-faire. Mobiliser des milliers de milliards de dollars sur le compte du contribuable pour sauver les banques des conséquences de leur extravagance et de leur cupidité est contraire aux maximes qui vantent l'équité et la bonne gouvernance. Mais au vu du risque de contagion, l'inaction est-elle envisageable ? Une fois les mesures prises, comment revenir à l'idée que les marchés sont efficaces, autonomes et capables d'autorégulation ? C'est un défi essentiel posé au concept fondamental qui guide la politique économique depuis les années 1970. C'est d'autant plus notable que le défi ne vient pas de l'extérieur. Il n'est pas motivé par un revirement idéologique radical vers la gauche ou la droite. Que ce soit pour réfléchir ou analyser les répercussions, le temps manque. L'intervention est motivée par le mauvais fonctionnement du système financier et l'impossibilité d'isoler les faillites individuelles de leurs répercussions systémiques globales. Pour Martin Wolf, principal éditorialiste économique du *Financial Times*, le 14 mars 2008 est le « jour où le rêve du capitalisme mondial libéralisé est mort[1] ». C'est le jour où le sauvetage de Bear Stearns est annoncé. Ce n'est que le début.

I

Les batailles pour sauver des institutions sont menées dans l'ensemble de l'économie financière intégrée de l'Atlantique – aux États-Unis, en Islande, en Irlande, au Royaume-Uni, en France, en Allemagne, au Benelux, en Suisse. La force de frappe financière qui est déployée est immense et sa justification devient un argumentaire politique à part entière. Mais quels que soient les indicateurs utilisés, il est clair que la situation est incomparable, tant par la variété que l'envergure des mesures prises. Les engagements dépassent 7 000 milliards de dollars.

Il y a quatre principaux mécanismes d'intervention : 1) les prêts accordés aux banques ; 2) la recapitalisation ; 3) l'achat d'actifs et 4) les garanties de l'État pour les dépôts bancaires, les dettes bancaires voire l'intégralité du bilan. Partout où frappe la crise, les États sont contraints de mettre en œuvre une combinaison de ces mesures. Les organismes concernés sont les banques centrales, les ministères des Finances et les instances de régulation bancaire. Les énumérations que présentent les statistiques synthétiques cachent des solutions paniquées et improvisées qui ont émergé de séances à peine coordonnées qui duraient nuit et jour. L'intensification de la crise met à l'épreuve la force financière et politique des États. Dans l'ensemble, ce test donne lieu à quatre types de résultats, qui reflètent le degré d'immersion dans la finance mondiale, les ressources publiques mises en danger, la nature de l'élite dirigeante et les rapports de force au sein du secteur de la finance[2].

Dans les cas les plus extrêmes, la crise submerge l'État. L'Irlande et l'Islande n'ont tout simplement pas les moyens, les institutions ou les capacités politiques de gérer le choc colossal qui frappe leur secteur financier démesuré. Ces deux pays subissent une crise totale, tout comme les nouvelles économies de marché les plus durement touchées en Europe de l'Est. D'autres sont mieux placés. Malgré un secteur financier sans commune mesure, la Suisse sort indemne de la crise, en prêtant

une attention précoce, rigoureuse et constante à son unique mégabanque en faillite, UBS[3]. Si cet établissement n'est pas nationalisé, il devient dans les faits la pupille de l'État. Dans le cas des plus grands États européens et de ceux dont le système bancaire n'est pas aussi colossal – le Royaume-Uni, l'Allemagne, l a France, la Belgique et les Pays-Bas – le diagnostic est plus mitigé. Malgré l'ampleur des crises qu'ils doivent affronter, ils ont les ressources nécessaires pour les gérer. Ils tentent la mise en œuvre de solutions financières et organisationnelles globales, y compris des propositions infructueuses visant à coordonner la réaction européenne à la crise. Mais les efforts consentis pour allier cohérence et coordination sont sapés par les calculs politiques nationaux et l'attitude contre-productive des principales banques, qui s'estiment assez grandes pour survivre sans être humiliées par une aide de l'État. Aucun désastre incontrôlable n'est à déplorer, mais endiguer la crise coûte extrêmement cher et les résultats sont au mieux mitigés.

Mesures gouvernementales d'appui aux institutions financières, d'octobre 2008 à mai 2010 (en milliards d'euros, sauf indication contraire)

	Injections de capitaux			Garanties sur le passif, obligations		Autres garanties		Sauvetage des actifs			Engagement total
	affectées à des programmes	utilisées	programmes extérieurs	affectées	utilisées	affectées	utilisées	affectées	utilisées	programmes extérieurs	% du PIB de 2008
Autriche	15	5,8	0,6	75	21,8						32
Belgique			19,9	32	34		90,8			16,8	47
Allemagne	40	29,4	24,8	400	110,8		75	40	17	39,3	25
Espagne	99	11	1,3	100	56,4		9	50	19,3	2,5	24
France	21	8,3	3	320	134,2		0	0	0	0	18
Grèce	5	3,2	0	30	13,3		0	8	4,4	0	18
Irlande	10	12,3	7	485	72,5		0	90	8	0	319
Italie	12	4,1	0	0	0		0	50	0	0	4
Pays-Bas	20	10,2	16,8	200	54,2		50			21,4	52
Danemark	13	3,5	2,2	0	36,9						23
Suède	5	0,5			142	25,4					49
Royaume-Uni	55	33,7	35,8	300	157,2					217,8	25
Suisse	4							41	41,2		13
Australie				602	118,6						97
États-Unis	580	216,2	19,1	1 066	369,8	534	26,7	1 148	40	74,9	30
Total	**879**	**338,2**	**130,5**	**3 610**	**1 321,7**	**559,4**	**251,5**	**1 427**	**129,9**	**372,7**	

Source : D'après Stéphanie Stolz et Michael Wedow, « Extraordinary Measures in Extraordinary Times : Public Measures in Support of the Financial Sector in the EU and the United States », Bundesbank Series 1, document de travail, n° 13, 2010.

À l'issue de cette épreuve de force, les États-Unis s'avèrent le seul État-nation capable non seulement de soutenir le plus grand secteur financier au monde, mais aussi d'imposer une solution complète et détaillée. Ce n'est pas pour rien que les soldats de la crise américaine aiment le champ lexical militaire et les expressions telles que « gros bazookas » ou « choc et stupeur ». Tim Geithner est celui qui va le plus loin à cet égard. Il évoque la doctrine élaborée après la débâcle au Vietnam par le chef d'État-major des armées, Colin Powell : frapper fort et préparer une issue claire[4]. C'est une analogie qui avait déjà été invoquée par Larry Summers pendant la crise financière au Mexique, en 1994. Tim Geithner s'approprie ce mantra. Selon lui, « la doctrine de Powell appliquée à la finance internationale » se manifeste par « l'utilisation d'une force accablante, associée à une stratégie précise de résolution du conflit ». Et d'insister : « Le gradualisme est plus risqué et plus coûteux qu'une action agressive ». Pour Tim Geithner et consorts, il ne fait aucun doute que la prise de décisions rapide et décisive a été payante. Par rapport à la performance catastrophique de l'économie européenne, les États-Unis sont remis sur la bonne voie[5]. Les responsables de la finance américaine changent. Même sous le prisme étroit de la comptabilité, nombre des programmes de soutien de la Fed et du ministère des Finances enregistrent des bénéfices pour le compte du contribuable américain[6]. Tout le monde a tout intérêt à éviter une seconde Grande Dépression.

Par rapport à l'expérience européenne, il n'est pas difficile de comprendre pourquoi l'autosatisfaction américaine a du succès. Mais ses mérites économiques ne sont pas aussi évidents que ses partisans le supposent. Et elle ne rassure aucunement les défenseurs du laisser-faire. Adieu le temps où la politique économique consistait à limiter l'intervention de l'État afin de

libérer l'ordre spontané de l'économie de marché. Adieu l'époque où la sagesse consistait à élaborer des règles prévisibles pour couper court à la discrétion arbitraire des décideurs. La politique économique qui s'inspire de la guerre est une question de volonté, de vigilance, d'esprit tactique et de force de frappe. Et malgré l'attrait populiste de la rhétorique militaire, il y a un prix politique à payer[7]. La lutte contre la crise en 2008 et 2009 brouille le paysage politique des États-Unis. Le gouvernement de Bush perd le soutien d'une bonne partie des républicains du Congrès. La crise casse d'un coup sec le lien fragile qui unissait l'élite des grandes entreprises et la base conservatrice au sein du Parti républicain. La branche populaire du parti, soutenue par des donateurs oligarques non-conformistes, se transforme progressivement en une virulente opposition contre la classe dirigeante, tandis que les conservateurs plus traditionnels tels que Ben Bernanke et Hank Paulson finissent par se plaindre qu'ils n'ont pas quitté le parti, mais que le parti les a quittés[8]. L'offensive du gouvernement de Bush pour lutter contre la crise est portée par la majorité démocrate au Sénat et à la Chambre des représentants. Cette contradiction trouve une issue le 4 novembre 2008 avec l'élection de Barack Obama, quelques semaines seulement après le paroxysme de la crise. Mais la fracture de la droite américaine finit par avoir de profondes répercussions, à la fois pour les États-Unis et le reste du monde.

II

En 2007, le meilleur espoir des autorités reste l'émergence d'une solution concertée au sein même du secteur privé. À Wall Street, le consortium qu'avait mis en place J.P. Morgan en 1907 est légendaire. Fin octobre 2007, avec l'aide du ministère américain des Finances, les trois plus grandes banques du pays – Citigroup, Bank of America et JPMorgan Chase – acceptent de coopérer et de créer un fonds commun appelé le Master Liquidity Enhancement Conduit (MLEC), afin de stabiliser le marché des titres adossés à des créances hypothécaires et de ressusciter le marché des ABCP[9]. Naturellement, Hank Paulson s'en réjouit. Mais toute initiative privée est soumise aux problèmes que suscite une action collective. Les banques veulent éviter l'intervention de l'État, mais aussi l'infamie de rejoindre un cartel d'entreprises en piteux état, notamment s'il compte Citigroup, dont le bilan est particulièrement toxique[10]. Après l'annonce d'HSBC, acteur de premier plan au niveau mondial, qui prévoit que son bilan absorbe en intégralité les 45 milliards de dollars de pertes essuyées par ses véhicules d'investissements structurés, ses concurrents américains refusent de se contenter, même en apparence, d'une option de second choix[11]. En décembre 2007, le plan du privé pour soutenir les banques en difficulté est abandonné.

Après l'échec de l'action collective, l'État peut intervenir et négocier des accords de reprise entre diverses banques. Au Royaume-Uni en 2008, le conglomérat écossais HBOS est vendu à Lloyds Bank, avec les encouragements de Downing Street[12]. La deuxième banque allemande, Dresdner, est absorbée par Commerzbank, la numéro trois[13]. Comme le révéleront ces deux accords, il faut veiller à ce que la banque en difficulté n'entraîne pas dans sa chute la banque venue la sauver. Aux États-Unis, les fusions commencent réellement avec Bear Stearns, qui fait faillite dans la nuit du 13 au 14 mars 2008[14]. Si elle avait écoulé à prix bradés son portefeuille de titres adossés à des actifs et de

titres de créances garantis, d'une valeur de 200 milliards de dollars, le résultat aurait été catastrophique. Toutes les autres banques auraient dû admettre des pertes accablantes, aggravant ainsi la panique. Au grand soulagement du ministère des Finances et de la Fed, J.P. Morgan souhaite racheter Bear Stearns. Son P-DG ambitieux, Jamie Dimon, est convaincu que son bilan solide lui permettra de trier et de choisir ce qui l'intéresse sur la carcasse de cette banque. Mais pour finaliser le contrat, Jamie Dimon a besoin de la bonne incitation. Au titre des pouvoirs exceptionnels prévus par la section 13 (3) du règlement de la Fed, 30 milliards de dollars sur les actifs les plus toxiques de Bear Stearns sont éliminés de son bilan et pris en charge par un véhicule d'investissement structuré financé par la Fed de New York [15]. Puis, à 5 heures du matin le 14 mars, alors que Bear Stearns n'a plus accès aux marchés d'accords de pension, la Fed de New York prête 12,9 milliards de dollars à J.P. Morgan, que J.P. Morgan prête à Bear Stearns. Le sort en est jeté. Dans un premier temps, J.P. Morgan accepte de payer le prix ridicule de 2 dollars par action pour ce qu'il reste de Bear Stearns, contre 159 dollars un an plus tôt. Face aux protestations des actionnaires de la banque d'affaires, le prix est réévalué à 10 dollars par action. Que le montant final soit fixé à 2 ou 10 dollars, Jamie Dimon est certain d'enregistrer des bénéfices.

Les mesures de la Fed désamorcent une faillite chaotique risquant de déclencher un effet domino. Mais les incitations que négocie J.P. Morgan sont au mieux discutables. Selon Paul Volcker, ancien président légendaire de la Fed, elles sont à « l'extrême limite de ses pouvoirs juridiques et implicites[16] ». Selon ceux qui défendent ardemment la logique du risque moral, le sauvetage de Bear Stearns met en place les conditions du naufrage de Lehman Brothers[17]. Puisqu'une banque d'affaires a été sauvée, la direction de Lehman Brothers se sent en sécurité. Ses dirigeants sont convaincus que leurs problèmes trouveront aussi une solution. Ils pensent avoir le temps de négocier la meilleure solution, un choix qui leur coûtera très cher.

Que ce soit légal ou judicieux, venir en aide aux banques d'affaires au moyen d'obscures transactions est suffisamment technique pour ne pas faire les gros titres de la presse politique. Ce n'est pas le cas de Fannie Mae et Freddie Mac. Ces institutions, piliers indispensables du marché immobilier américain certifiés par l'État, sont au cœur de l'un des réseaux politiques les plus impressionnants de Washington. Pendant l'été 2008, quand la titrisation privée s'interrompt, elles sont aussi chargées de soutenir 75 % des nouveaux prêts hypothécaires aux États-Unis. La vaste majorité du bilan de Fannie Mae et Freddie Mac est composée de prêts hypothécaires certifiés conformes et d'excellente qualité. Si ces deux institutions avaient eu des bilans classiques, elles auraient pu survivre à la tempête. Mais ce n'est pas le cas. En juin 2008, Fannie Mae et Freddie Mac détiennent des titres adossés à des créances hypothécaires à hauteur de 1 800 milliards de dollars et garantissent 3 700 milliards de dollars au titre de leurs fonds propres, soit 41,2 milliards de dollars seulement dans le cas de Fannie Mae et 12,9 milliards de dollars pour Freddie Mac[18]. C'est un ratio d'endettement qui aurait fait rougir le plus audacieux des banquiers d'affaires. Il est uniquement concevable parce que Fannie Mae et Freddie Mac sont des GSE. Durant l'été 2008, le sens de ce terme est mis à l'épreuve. Le capital des deux institutions, ne prévoyant que des pertes minimes, risque l'anéantissement total. En cas de faillite, Fannie Mae et Freddie Mac entraîneraient dans leur chute les derniers prêteurs du marché hypothécaire et mettraient en doute le crédit des États-Unis. Un portefeuille colossal de titres détenus en grande partie par des investisseurs étrangers serait mis en danger : à l'été 2008, ces derniers détiennent 800 milliards de dollars de dettes émises par les GSE. Fannie Mae et Freddie Mac sont, pour reprendre la plaisanterie du blogueur influent Brad Setser, « trop chinoises pour faire faillite[19] ».

Voulant à tout prix reprendre le contrôle de la situation, le ministère américain des Finances, dirigé par Hank Paulson,

commence au printemps 2008 à négocier un accord entre les démocrates et les républicains du Congrès afin que les instances fédérales aient les pouvoirs nécessaires pour restructurer les géants de l'emprunt hypothécaire[20]. Mais pendant l'été, le Congrès traîne les pieds. Les républicains refusent de coopérer. De leur côté, les démocrates soumettent leur accord au versement d'aides pour les propriétaires en difficulté et de subventions pour les États les plus touchés afin de racheter les biens saisis. À la mi-juillet, la situation est critique. Étant donné l'ampleur de la crise et l'opacité de la situation financière des GSE, l'injection de capitaux risque d'être monumentale[21]. Le ministère des Finances est favorable à une autorisation correspondant au plafond d'emprunt du gouvernement fédéral, pour que l'État américain soutienne de tout son poids les GSE. Hank Paulson décrit ainsi la situation à la Commission bancaire du Sénat américain : « Si vous avez un pistolet à eau dans la poche, vous devrez peut-être le sortir. Si vous avez un bazooka et que les gens le savent, vous n'aurez peut-être pas besoin de le sortir[22]. » La requête d'Hank Paulson se veut impressionnante et sa remarque sur le bazooka résonne dans le monde entier. Le secrétaire au Trésor veut à tout prix rassurer les porteurs étrangers d'obligations. Pékin s'inquiète de plus en plus[23]. Dans ses mémoires, le responsable américain se souvient : « Je leur parlais régulièrement [aux ministres et représentants du gouvernement chinois] car je ne voulais pas qu'ils déversent les titres sur le marché et qu'ils provoquent une crise d'autant plus globale. [...] Quand j'ai demandé au Congrès ces pouvoirs exceptionnels [afin de stabiliser Fannie Mae et Freddie Mac] et que le Congrès m'a lynché en public, j'ai dû appeler les Chinois régulièrement pour expliquer à la Banque populaire de Chine, "c'est comme ça que fonctionne notre système politique, c'est la comédie politique, nous allons régler ça". Et je n'en étais pas si sûr, mais en tout cas, j'ai fait tout mon possible pour les rassurer[24]. »

On peut pardonner aux Chinois leur confusion. La comédie

politique qui se joue à Washington, DC est à la fois inédite et étrange. Après tout, un gouvernement conservateur et libéral, dirigé par des hommes d'affaires, propose des dépenses publiques illimitées afin de nationaliser une grande partie du système de financement immobilier. Les électeurs républicains sont scandalisés par l'idée d'aider des emprunteurs peu méritants, mais aussi par les instruments datant du New Deal qui sont complices de leur irresponsabilité. Pour Hank Paulson, l'impératif systémique est toutefois évident. Et George Bush le soutient. « C'était un acte politique d'un grand courage. » Hank Paulson décrit ses impressions avec admiration : « C'est comme si, à la toute fin de son second mandat, le président avait soudain changé de camp pour soutenir les démocrates et s'opposer aux républicains sur des sujets contraires aux fondamentaux de son gouvernement. Mais il était déterminé à faire le meilleur choix pour le pays[25]. » Hank Paulson constate le fossé qui divise le conservatisme américain. La droite du parti refuse d'appuyer des mesures impopulaires et déplaisantes, mais clairement nécessaires pour préserver « le système ». Hank Paulson reconnaît que l'autorisation qu'il requiert est inédite. « Je doute qu'une instance exécutive ait un jour été habilitée à investir des sommes illimitées dans une entreprise ou à les lui prêter. Je pouvais seulement faire valoir la nature extraordinaire et imprévisible de la situation pour me justifier[26]. » Il sait aussi que seuls les démocrates, qui rechignent un peu moins à l'idée de renforcer les pouvoirs de l'État fédéral, sont disposés à le suivre dans cette logique de nécessité absolue et illimitée, dictée non par une urgence sécuritaire, mais bien par une crise financière.

Le 26 juillet, le Congrès accorde à Hank Paulson une autorisation plénipotentiaire extraordinaire afin de secourir Fannie Mae et Freddie Mac. Les trois quarts des républicains à la Chambre des représentants votent contre. Le texte entre en vigueur le 30 juillet. La Maison-Blanche juge préférable de renoncer à la cérémonie qui se tient habituellement dans le Bureau ovale. Il n'y a pas de raison de provoquer

les républicains, pas plus qu'il n'y a de temps à perdre. Avec une équipe de bénévoles recrutée chez Morgan Stanley, le ministère des Finances entreprend des semaines de recherches approfondies et de négociations avec les régulateurs en échec des GSE. Les résultats sont décourageants. Les deux GSE sont insolvables. L'injection de liquidités ne suffira pas. Le dimanche 7 septembre 2008, Fannie Mae et Freddie Mac sont mis sous tutelle. Cette opération a tout d'une nationalisation sauf le nom. Si nécessaire, le ministère des Finances renflouera leurs fonds propres afin de combler tout écart entre les actifs et les passifs à hauteur de 100 milliards de dollars chacun, dans un premier temps. La Fed propose des lignes de crédit et entreprend d'acheter tous les titres adossés à des créances hypothécaires dont les GSE en difficulté ont besoin de se débarrasser. Ce n'est pas la méthode du bazooka, mais plutôt le choix de l'option nucléaire.

Cette intervention a pour effet crucial de rassurer les porteurs d'obligations, en particulier à l'étranger : Fannie Mae et Freddie Mac ne feront pas faillite. Malgré les manœuvres de la Russie, le démantèlement de la machine hypothécaire américaine certifiée par l'État ne se transforme pas en crise mondiale. En revanche, les répercussions politiques sont très graves et influencent énormément l'évolution de la crise par la suite. À droite du Parti républicain, pleinement mobilisé à l'approche de l'élection présidentielle âprement disputée, la nationalisation de Fannie Mae et Freddie Mac déchaîne une violente tempête[27]. L e ministère des Finances fait de son mieux pour écarter les allégations de copinage en imposant un dividende punitif aux capitaux fournis, anéantissant ainsi les actionnaires existants des GSE. L'American Bankers Association se range aux côtés du gouvernement et appelle les républicains à soutenir le sauvetage. Mais cette association professionnelle est immédiatement contredite par le Club for Growth, un lobby conservateur de droite financé par les frères Koch. Le porte-parole de la Chambre des représentants, John Boehner, ainsi que son

prédécesseur, Newt Gingrich, s'expriment en faveur du sauvetage négocié par Hank Paulson. Sur le plan personnel, John McCain semble également favorable au sauvetage. Mais le 29 août, il choisit comme vice-présidente la populiste Sarah Palin, gouverneure de l'Alaska. Elle n'a pas d'opinions cohérentes sur les GSE ou sur la crise financière, mais sa personnalité franche enflamme la base républicaine. À mesure que la crise s'intensifie, le gouvernement de Bush est terrifié à l'idée de faire face à une insurrection au sein même de son parti, menée par un candidat à la présidence opposé aux sauvetages financiers. Ces luttes intestines sont d'autant plus inquiétantes qu'au début du mois de septembre, il semble évident que le renflouement de Fannie Mae et Freddie Mac ne sera que la première manche, et que l'étape suivante se décidera non pas à Washington mais à Wall Street.

Pendant des mois, le ministère des Finances avait anxieusement observé Lehman Brothers chercher un repreneur. La deuxième semaine de septembre, il est indéniable que les options disparaissent l'une après l'autre. Des pourparlers avec un prétendant coréen n'aboutissent pas. À l'issue de négociations frénétiques organisées par la Fed de New York et supervisées par Hank Paulson lui-même, la quête d'une solution dans le secteur privé échoue. Le tournant a lieu pendant le week-end du 13 au 14 septembre. Les événements de ce week-end seront à jamais contestés, mais une chose est sûre : Bank of America, gigantesque banque commerciale pressentie pour secourir Lehman Brothers, choisit finalement de racheter Merrill Lynch.

Merrill Lynch est plus grande que Lehman Brothers. Elle aussi a pris beaucoup de risques sur le marché immobilier. Comme Lehman Brothers, c'est une banque d'affaires qui ne peut plus fonctionner sans le marché des accords de pension et elle est sûrement la victime suivante[28]. Mais contrairement à Lehman Brothers, la direction de Merrill Lynch est réactive et sauve sa peau en réclamant des négociations directes avec Bank of America. Il est de notoriété publique que son P-DG, Ken Lewis,

veut depuis longtemps copier Citigroup et intégrer une banque d'affaires à ses activités bancaires commerciales. Durant le week-end critique du 13 au 14 septembre, les dépôts personnels de Bank of America, garantis par le FDIC – soit des centaines de milliards de dollars – sont un pan du système financier qui ne fait pas l'objet d'une panique. Cette base de financement permet à Bank of America de racheter Merrill Lynch. Mais à quelles conditions ? À première vue, Merrill Lynch est un trophée. Cette banque d'affaires, l'un des noms les plus prestigieux sur Wall Street, est évaluée à 150 milliards de dollars à la fin de l'année 2007, avec un portefeuille d'actifs de 1 020 milliards de dollars et plus de soixante mille employés dans le monde. Néanmoins, au vu des pertes potentielles et de la situation précaire de son financement de gros, que vaut vraiment Merrill Lynch en septembre 2008 ? En l'occurrence, sous la pression énorme de Hank Paulson et Ben Bernanke, Bank of America verse 50 milliards de dollars ou 29 dollars par action, soit un tiers de ce que valait Merrill Lynch peu avant, mais 40 % de plus que son évaluation boursière la semaine précédente.

Une fois que Merrill Lynch est aux mains de Bank of America, le dernier espoir de Lehman Brothers est un accord transatlantique avec la banque britannique Barclays, où l'Américain Bob Diamond, un ancien de Morgan Stanley et du Crédit Suisse, est aux commandes. Mais le Premier ministre Gordon Brown et le ministre des Finances Alistair Darling refusent la dérégulation nécessaire à cette reprise sans accord plein et entier des actionnaires et sans aide confirmée du ministère américain des Finances. Si Bank of America a choisi Merrill Lynch, quel est le problème de Lehman Brothers ? Ils déclarent à Hank Paulson qu'ils ne souhaitent pas « importer le cancer de l'Amérique[29] ».

Une question fondamentale se pose : pourquoi Lehman Brothers a-t-elle si peu d'options ? Pourquoi la Fed et le ministère américain des Finances refusent-ils de rendre la proposition plus alléchante, tout comme ils l'ont fait pour

la reprise de Bear Stearns par J.P. Morgan [30] ? En l'absence de solution dans le privé, pourquoi ne proposent-ils aucun autre filet de sécurité, une option qui se généralisera les semaines suivantes ? Tim Geithner, Hank Paulson et Ben Bernanke jugent tous cette question superflue. Le ministère des Finances et la Fed ne manquent pas de volonté, mais de moyens. La faillite de Lehman Brothers n'est pas le résultat d'une manœuvre délibérée des autorités. « Ce n'était pas intentionnel, a insisté Tim Geithner. Nous nous sommes heurtés aux limites de notre autorité et aux craintes des régulateurs britanniques[31]. » Selon Ben Bernanke, la Fed ne pouvait pas consentir de prêt à Lehman Brothers car la Fed ne prête qu'à des banques solvables, contre de bonnes garanties[32]. Lehman Brothers est insolvable et elle n'a pas les garanties nécessaires, car c'est une banque d'affaires qui n'a pas de déposants ou d'autre source de revenus. Mais ce sont les justifications fournies a posteriori. Sur le moment, la faillite de Lehman Brothers est perçue comme le résultat d'une décision délibérée, qui est par ailleurs la bienvenue. Le 17 septembre, Barney Frank, démocrate qui siège au Congrès, déclare lors d'une audition avec des représentants du Trésor que le 15 septembre – lendemain de la faillite de Lehman Brothers – sera pendant longtemps la « fête du marché libéralisé[33] ». Il plaisante, mais pas d'autres. Un assistant de Hank Paulson remarque que le 15 septembre est vécu comme « une bonne journée au Trésor ». Ils ont laissé agir les forces du marché[34]. Dans un édito du *New York Times*, on lit qu'il est « étrangement rassurant » que les responsables politiques aient laissé Lehman Brothers faire faillite[35]. Le *Wall Street Journal* félicite Hank Paulson de ne pas avoir hésité. « Il fallait bien que le gouvernement fixe des limites à un moment ou un autre[36]. » Pour Tim Geithner, à la Fed de New York, la situation n'a rien de réconfortant : « Nous n'avons pas fixé de limites. Nous avons été impuissants et non intrépides. Nous avons tenté, en vain, d'éviter une faillite catastrophique[37]. »

À partir de cette interprétation de la crise, Tim Geithner fonde ensuite un programme complet d'édification de la nation.

Si, en 2008, l'État n'a pas les pouvoirs lui permettant d'intervenir, il faut donc fournir à la Fed et au Trésor les bons outils. Tim Geithner refuse d'admettre que « Hank et Ben » aient pu se tromper, qu'ils aient sous-estimé la gravité des répercussions qu'entraînerait la faillite de Lehman Brothers, ou que Hank Paulson, secrétaire républicain au Trésor, ait été contraint par des questions politiques. C'est pourtant ce que suggère une reconstitution détaillée ultérieure. D'après les données contemporaines les plus satisfaisantes, et non les justifications fournies par les personnes concernées après les conséquences catastrophiques de la faillite de Lehman Brothers, l'obstacle fondamental est le refus de Hank Paulson, dès le départ, d'envisager un autre sauvetage[38]. Alistair Darling, ministre britannique des Finances, était fréquemment en contact avec New York durant le week-end décisif. Sa perspective est éloquente : « Ce qui était inquiétant, c'est que le Trésor américain refusait manifestement de fournir le soutien financier indispensable pour conclure l'accord. Ça ne m'a pas réellement surpris. [...] Hank Paulson ne semblait pas avoir le capital politique nécessaire pour persuader les républicains de nationaliser une autre banque[39]. » Cette analyse se confirme deux semaines plus tard dans la bataille acharnée pour adopter le *Troubled Assets Relief Program* (TARP, Programme de sauvetage des actifs à risque). Hank Paulson dirige à New York les pourparlers concernant Lehman Brothers, mais à Washington, Ben Bernanke est parfaitement d'accord avec lui. La Fed refuse d'entendre les appels des responsables de Lehman Brothers, qui tentent désespérément de gagner du temps. Contrairement à l'impression que donne le témoignage de Ben Bernanke a posteriori, la Fed aurait délibérément poussé Lehman Brothers à la faillite. À l'époque, elle avance que mettre fin à l'incertitude au moyen d'une faillite permettra d'apaiser les marchés. C'est facile à dire avec le recul, mais c'était une erreur de calcul spectaculaire.

L'envergure de cette erreur est révélée en quelques heures,

quand l'onde de choc déclenchée par la faillite de Lehman Brothers déferle sur l'économie des États-Unis et du monde entier. Le lendemain, Hank Paulson, Ben Bernanke et Tim Geithner doivent se prononcer sur le sort d'AIG, géant de l'assurance[40]. Là aussi, ils cherchent d'abord une solution dans le privé. Le lundi 15 septembre, J.P. Morgan et Goldman Sachs sont notamment au cœur de discussions « frénétiques ». Mais à 19 heures, tout espoir d'un sauvetage privé a disparu. La veille, quand l'équipe de sauvetage est arrivée à la même conclusion à propos de Lehman Brothers, elle s'est préparée à la faillite. Cette fois-ci, la conclusion est diamétralement opposée. Les marchés financiers ne pourront pas encaisser un autre choc. Et à cause des instruments dérivés, des mises en pension et des prêts de titres, AIG est encore plus étroitement infiltré sur les marchés que Lehman Brothers. Selon un cadre à Wall Street, laisser AIG faire faillite aurait déclenché un séisme risquant d'entraîner l'annihilation. La Fed choisit d'intervenir. Comme pour Bear Stearns, elle déclare une situation d'urgence au titre de la section 13 (3). La Fed de New York propose un mécanisme sécurisé de financement allant jusqu'à 85 milliards de dollars. Le mardi 16 septembre en début d'après-midi, les agents de sécurité de la Fed font une descente dans les bureaux d'AIG au 80 Pine Street, dans le sud de Manhattan, afin de rassembler des certificats d'actions à hauteur de plusieurs dizaines de milliards de dollars pour servir de garantie. Ces documents appartenant à la deuxième compagnie d'assurances au monde sont mis en sécurité dans les coffres de la New York Fed, après quoi la première phase du sauvetage est annoncée à 15 h 30. La Fed garantit le portefeuille de CDS et les activités de prêts de titres d'AIG. En échange, elle s'approprie des actions d'AIG et de ses filiales, et la participation du gouvernement américain dans les activités mondiales d'assurance d'AIG atteint ainsi 79,9 %. Conformément au modèle créé pour la nationalisation de Fannie Mae et Freddie Mac, l'accord inflige des pertes colossales aux actionnaires d'AIG. Les activités de prêt de titres sont

démantelées : la Fed de New York rachète à AIG son portefeuille dévalué de MBS, lui permettant ainsi de rembourser ses contreparties. La modalité la plus généreuse est la résolution du portefeuille de CDS, grâce au rachat des dangereux titres de créance garantis sur lesquels AIG avait souscrit des assurances. Au total, en comptant les garanties qu'elles avaient déjà réclamées à AIG, les contreparties perçoivent 100 % de la valeur nominale sur 62,2 milliards de dollars de MBS toxiques, dont la valeur sur le marché était plus proche de 27,2 milliards de dollars. Difficile de savoir à combien ils auraient été évalués si AIG avait été poussé à la faillite. Quoi qu'il en soit, le montant versé aux contreparties et à leurs clients atteint plusieurs milliards. Et le système financier des États-Unis n'est pas le seul bénéficiaire de cette mesure. Dans le cadre du sauvetage, la Fed veille à ce que les contrats d'assurance d'AIG avec les banques européennes restent en place, afin d'appliquer un « assouplissement réglementaire ». Si ces contrats avaient été annulés, les Américains estiment que les banques européennes auraient dû répondre à des appels de fonds supplémentaires à hauteur d'au moins 16 milliards de dollars. « De peur de crier "au feu !" dans un théâtre bondé », a déclaré la Fed de New York au Congrès, il lui a semblé préférable de ne pas mentionner aux régulateurs européens cette répercussion potentielle de la crise d'AIG.

III

Si l'objectif est la stabilité systémique, les improvisations ayant mené à la faillite de Lehman Brothers et au sauvetage d'AIG ne sont pas tenables. Ben Bernanke et Hank Paulson comprennent désormais l'ampleur du défi et ils décident, le 17 septembre, qu'ils doivent faire appel au Congrès afin d'obtenir plus de moyens, ainsi que les pouvoirs nécessaires pour les utiliser[41]. Hank Paulson saisit toute la gravité du risque politique. Mais c'est maintenant Wall Street dans son ensemble qui menace de s'effondrer et les ressources à leur disposition ne sont plus suffisantes. Alors que les fonds communs de placement monétaires subissent une hémorragie, le ministère américain des Finances prend une décision extraordinaire le 19 septembre : offrir une garantie à tout fonds prêt à payer des frais d'assurance, cette couverture étant adossée à 50 milliards de dollars du Fonds de stabilisation des changes (FSC). Là encore, c'est une improvisation. Le FSC a été créé à l'époque du New Deal, en 1934, pour permettre au Trésor de Franklin D. Roosevelt de gérer le taux de change du dollar après l'abandon de l'étalon-or. Le FSC est minuscule par rapport aux réserves de liquidités qui se chiffrent en milliers de milliards de dollars en septembre 2008. Mais s'en servir pour soutenir une caisse d'assurance en fait un moyen d'action, et surtout, c'est la seule cagnotte que le Trésor peut utiliser sans délai.

Pendant ce temps, Morgan Stanley et Goldman Sachs – les deux dernières banques d'affaires – subissent des pressions financières intenses. Une semaine après la faillite de Lehman Brothers, elles sont sauvées grâce à la ruse qui consiste à les réinventer en banques commerciales au statut de société de portefeuille, afin d'être protégées par la garantie des dépôts de la FDIC. Mais cette mesure renforce d'autant la charge qui pèse sur la FDIC, qui a aussi des problèmes. Le 25 septembre, la FDIC ferme, démantèle et vend Washington Mutual. Son bilan contient 244 milliards de dollars de prêts hypothécaires, ce qui

en fait la plus grande banque commerciale de l'histoire américaine à faire faillite. J.P. Morgan s'empare sans tarder du réseau de 2 239 agences bancaires de Washington Mutual, ainsi que de ses dépôts[42]. J.P. Morgan n'est pas non plus le seul vautour qui s'intéresse aux lots mis en jeu lors de cette grande braderie. La banque japonaise Mitsubishi est sur le point de secourir Morgan Stanley en rachetant 20 % des parts. Warren Buffett est prêt à soutenir Goldman Sachs en injectant 5 milliards de dollars de capitaux. Mais il est indispensable que le gouvernement s'engage à appuyer ces deux propositions.

Le 20 septembre, le ministère américain des Finances envoie au Congrès un projet de loi de trois pages, qui demande l'autorisation de dépenser jusqu'à 700 milliards de dollars pour stabiliser les marchés des titres. Après le sauvetage illimité accordé pour les GSE, le ministère américain des Finances veut maintenant dépenser l'équivalent du budget de l'armée américaine pour venir en aide aux titres hypothécaires toxiques. Mais toute l'audace de la proposition de Hank Paulson réside dans la nature des pouvoirs qu'il sollicite, comme en témoignent les trois phrases cruciales du projet de loi :

« Le secrétaire est autorisé à acheter, ainsi qu'à contracter et financer des engagements en vue d'acheter, dans les conditions générales et particulières définies par le secrétaire, des actifs adossés à des prêts hypothécaires détenus par une quelconque institution financière domiciliée aux États-Unis. […] L'autorité du secrétaire relative à l'achat d'actifs adossés à des prêts hypothécaires au titre de la présente loi est limitée à un encours de 700 000 000 000,00 dollars à tout moment. Les décisions du secrétaire conformément à l'autorité que lui confère la présente loi ne peuvent faire l'objet de recours et sont prises à la discrétion du ministère, et ne peuvent être examinées par aucune Cour de justice ou aucun organisme administratif[43]. »

Hank Paulson sollicite une carte blanche juridique.

Cette proposition, quoique douteuse, ne sort pas de nulle part. Dès la mi-avril 2008, Hank Paulson et des représentants du

ministère américain des Finances ont rencontré Ben Bernanke et son équipe pour évoquer une note de service appelée « brisez la glace », où sont décrits les différents modes d'aide d'urgence[44]. Ils ont envisagé des garanties à grande échelle pour les prêts hypothécaires, mais cette idée est abandonnée car le passif est incertain et potentiellement colossal. La recapitalisation est un moyen d'intervention plus direct mais aussi plus efficace en ce qui concerne les banques. Chaque dollar de capital bancaire est mobilisé. Un dollar des fonds publics pourrait ainsi soutenir dix, vingt ou trente fois plus de prêts. Mais la recapitalisation est rejetée pour des motifs politiques. Hank Paulson n'a pas l'intention d'entrer dans l'histoire comme le secrétaire au Trésor ayant nationalisé le système bancaire des États-Unis. Même s'il avait été prêt à payer ce prix, un appel ouvert à une recapitalisation mise en œuvre par l'État n'aurait jamais été adopté au Congrès. Les républicains auraient voté en bloc contre la nationalisation, et sans le soutien d'une partie d'entre eux, les démocrates n'auraient pas couru ce risque[45]. Dès le printemps 2008, l'équipe du ministère américain des Finances décide donc que le rachat d'actifs est la solution qui suscitera le moins de résistance. En achetant des dettes, il n'est pas question d'être propriétaire des banques. Cette méthode ne soulève aucune question relative au contrôle ou à la gouvernance de ces entreprises. Tout peut avoir lieu par le biais du « marché ». Un mécanisme d'enchères peut être utilisé pour déterminer le prix. Cette solution n'en reste pas moins lente et coûteuse : 700 milliards de dollars couvrent à peine la moitié du total de la titrisation des *subprimes*. Ce n'est pas parfait. Mais après Lehman Brothers, AIG et Washington Mutual, le ministère américain des Finances et la Fed sont en proie au désespoir. Il leur faut une mesure que le Congrès acceptera d'adopter, et vite.

En quelques jours, il faut adopter des lois qui, habituellement, auraient été examinées pendant des mois au Congrès. C'est une « blitzkrieg en mode turbo », remarque un lobbyiste sur un ton désinvolte, et cette offensive se heurte à des difficultés dès

le départ[46]. Tim Geithner le raconte dans ses mémoires : « Les responsables du Congrès, d'abord sous le choc mais prêts à agir quand Hank et Ben avaient évoqué une nouvelle dépression [...], semblaient maintenant en colère. » « Le cadre de cette proposition est stupéfiant et inédit, tout comme son absence de détails, déclare Chris Dodd, président de la Commission bancaire du Sénat. J'en conclus que notre Constitution, outre notre économie, est aussi menacée[47]. » Chris Dodd est un démocrate qui est disposé à envisager la proposition, ce qui n'est pas le cas des républicains. Jim Bunning, représentant du Kentucky, qualifie le projet de « socialisme financier antiaméricain [48] ». Ted Poe, républicain du Texas, étrille la proposition : « Les requins de la finance à New York veulent que M. Tout-le-monde assume ces folles dépenses. [...] Prendre tous les Américains en otage financièrement n'est pas la solution[49]. »

En 2008, le gouvernement de Bush n'a plus la crédibilité nécessaire pour solliciter des pouvoirs exceptionnels. « Ça me rappelle la ruée vers la guerre en Irak, déclare Mike McNulty, démocrate qui représente un district dans le nord de l'État de New York. Ce gouvernement n'a cessé de nous répéter que l'économie était en bonne santé. Et soudain, on nous apprend que l'économie s'effondre. C'est inacceptable[50]. » Pete Stark, un représentant démocrate de la Californie, rappelle que Colin Powell, secrétaire d'État pendant la crise irakienne, a « essayé de nous faire peur il y a quelques années en affirmant que des terroristes envahiraient les rues si on ne votait pas pour cette guerre mal conçue[51] ».

Dans le *Financial Times*, l'économiste et blogueur Willem Buiter note que le projet de loi de Hank Paulson donne l'impression « d'être écrit par Dick Cheney en personne, le prince de l'autorité exécutive absolue. Aucun contre-pouvoir, aucune obligation de rendre des comptes, aucun recours. Un gouvernement par qui sont arrivés les armes de destruction massive en Irak et les camps de torture à Guantánamo et Abou Ghraïb ne doit pas s'attendre à autre chose que des rires

hystériques à l'annonce d'une telle requête[52]. » Michael Moore, cinéaste de gauche, ajoute son grain de sel en rédigeant un texte incendiaire qu'il envoie aux très nombreux destinataires de sa liste de diffusion, un courriel intitulé « Les riches organisent un coup d'État ce matin ». Et le journaliste britannique Paul Mason note que la proposition maladroite de Hank Paulson déclenche « une synergie accidentelle entre les populistes de droite, opposés au sauvetage, et le camp des progressistes de gauche[53] ». L'histoire va montrer que cette synergie n'est pas vraiment accidentelle.

Au cœur d'une campagne présidentielle, ce cocktail est explosif. Le candidat démocrate, Barack Obama, n'est pas le problème. Il a le soutien d'une équipe d'économistes recrutée par le biais de Robert Rubin et du Hamilton Project, mais il compte aussi dans son entourage personnel des hauts responsables d'UBS et de Merrill Lynch[54]. Le problème est John McCain. S'il se range du côté des républicains rebelles, le projet de loi sera menacé, mais la campagne présidentielle démocrate sera aussi forcée de faire un choix affreusement impopulaire. Le porte-parole des républicains à la Chambre des représentants, John Boehner, ne fait rien pour aider. Un tiers des républicains qui siègent au Congrès est opposé idéologiquement à d'autres sauvetages, au point qu'il n'y a aucun espoir d'obtenir leur soutien. Un tiers remet bientôt son siège en jeu dans un scrutin serré et ne peut risquer de se mettre à dos les électeurs. « On nous a demandé de choisir entre un effondrement financier, et la faillite du contribuable et la porte ouverte au socialisme, et il a fallu se prononcer en vingt-quatre heures », s'est indigné devant des journalistes Jeb Hensarling, représentant du Texas et responsable du Comité de réflexion républicain, un groupe conservateur[55]. Les étoiles montantes de la droite républicaine, comme Paul Ryan du Wisconsin et Eric Cantor de Virginie, s'allient à la résistance contre les « traîtres » du gouvernement en place.

Face aux profondes divisions du Parti républicain, John

McCain annonce le 24 septembre qu'il suspend sa campagne et rentre à Washington pour prendre la crise en main. Cette déclaration sème la panique au ministère des Finances et à la Maison-Blanche. Les marchés sont fébriles. Personne ne sait ce que prépare John McCain, mais il est certain que cela enflammera l'électorat républicain. Déstabilisé, Hank Paulson hurle dans son Motorola et exige que la Maison-Blanche maîtrise « son » candidat[56]. Ben Bernanke est terrifié par ce coup de force politique et se cache à la Fed. Finalement, une intervention du chef de Cabinet de la Maison-Blanche et des principaux donateurs républicains (dont Henry Kravis, investisseur milliardaire, James Lee, vice-président de J.P. Morgan, et John Thain, de Merrill Lynch) permet de contenir John McCain[57]. Mais le candidat se retrouve alors sans voix, tiraillé entre les exigences du « système » et la lame de fond populiste que Sarah Palin rallie à sa cause. Lors de la réunion au sommet entre les deux candidats et le gouvernement Bush, le 25 septembre, organisée à la demande de John McCain, le candidat républicain n'a littéralement rien à dire[58].

Le dimanche 28 septembre, Hank Paulson et les démocrates du Congrès semblent avoir trouvé un terrain d'entente. Le secrétaire au Trésor accepte un plafonnement des salaires, une distribution échelonnée des aides du TARP, plusieurs niveaux de supervision et la promesse qu'en cas de perte accusée par le contribuable, ce manque à gagner sera pris en charge par une taxe imposée au secteur financier. Pour accélérer l'application du TARP, ce programme est soumis au vote dans le cadre de la résolution n° 3997 de la Chambre des représentants, également appelée Defenders of Freedom Tax Relief Act (loi d'allègement fiscal pour les défenseurs de la liberté), qui prévoit des abattements fiscaux pour les militaires, les pompiers bénévoles et les membres des Peace Corps. Le matin du vote, le 29 septembre, George Bush donne une conférence de presse où il se félicite de l'entente trouvée suite à la proposition d'Hank Paulson. Ce jour-là, il accueille aussi

le président ukrainien, Viktor Iouchtchenko, aux abois. C'est le moment de montrer que le dirigeant de la première puissance mondiale maîtrise la situation. Les marchés ont besoin de toute l'aide imaginable. Les nouvelles en provenance d'Europe sont terribles. À Wall Street, les opérations sont fébriles. Tous les regards sont tournés vers les écrans, dans l'attente du verdict du Congrès.

Le déroulement de la journée à la Chambre des représentants n'est pas rassurant. Après une matinée marquée par les discours polémiques, le vote commence en début d'après-midi. Sur les écrans du monde entier, on assiste aux laborieuses procédures démocratiques du Congrès. À 13 h 49, à la fin de la durée normale du scrutin, le score est de 228 voix contre et 205 pour. Dans les deux camps, les responsables sont au bord du gouffre. Pour donner le temps au whip de chaque parti de rallier ses troupes, la durée du scrutin est prolongée et les caméras de télévision observent « les hauts responsables de chaque parti agripper les listes de votes [...] et se regrouper devant le podium, une incursion inhabituelle dans une zone généralement assimilée au territoire ennemi[59] ». Cinq minutes plus tard, il est clair que le nombre de votes favorables est insuffisant. Le couperet tombe quelques minutes avant 14 heures, et la loi n'est pas adoptée. Il est révélateur que sur 205 voix en faveur du TARP de Hank Paulson, 140 soient démocrates et 65 seulement soient républicaines. L'opposition est composée de 133 votes républicains et 95 votes démocrates.

La Fed et le Trésor avaient laissé Lehman Brothers faire faillite, et les élus américains refusent de soutenir le plan de sauvetage d'urgence proposé par leur gouvernement. La réaction des marchés est terrifiante. Le Dow Jones perd 778 points et la valeur des entreprises américaines perd 1 200 milliards de dollars en quelques heures. C'est la pire perte jamais enregistrée, pire que le 11 septembre 2001, quand cet indice avait chuté de 684 points[60]. C'est un coup brutal porté à la confiance mondiale. Il déclenche une synchronisation effroyable de la crise des deux

côtés de l’Atlantique.

IV

Les Américains tentent, en vain, de ressusciter le premier accord sur le TARP, mais pendant ce temps à Londres, le gouvernement de Gordon Brown essaie désespérément de convaincre la banque espagnole Santander de racheter le réseau d'agences du prêteur hypothécaire Bradford & Bingley – soit 22 milliards de livres en dépôts – ce qui laisserait au Trésor britannique 41 milliards de livres en prêts hypothécaires dont personne ne veut[61]. Quand le Royaume-Uni a renfloué Northern Rock, un an plus tôt, l'incident semblait isolé. Il est maintenant indéniable que l'intégralité du système financier britannique est menacée. Il est mortellement dépendant du marché du financement de gros, qui est en pleine dislocation.

Fragilité du système bancaire britannique : risque hypothécaire et sources de financement (chiffres en % des actifs/passifs)

	Prêts hypothécaires	Dépôts	Gros	Fonds propres
Abbey National	53	34	21	1,7
Alliance & Leicester	55	45	52	3,0
Barclays	6	26	19	2,5
Bradford & Bingley	62	51	44	3,2
Halifax Bank of Scotland	37	38	36	3,6
HSBC	4	48	17	6,2
Lloyds TSB	28	42	27	3,4
Northern Rock	77	27	68	3,1
Royal Bank of Scotland	8	43	24	4,8
Standard Chartered	17	58	20	7,1
Moyenne	**34,7**	**41,2**	**32,8**	**3,86**

Source : Tanju Yorulmazer, « Case Studies on Disruptions During the Crisis », *Economic Policy Review*, vol. XX, n° 1, février 2014. Disponible sur SSRN : https://ssrn.com/abstract=2403923.

Tous craignent que la panique se propage rapidement des prêteurs hypothécaires spécialisés, comme Northern Rock, aux grandes banques comme HBOS, pour ensuite contaminer la banque commerciale RBS, dont le bilan, du moins en théorie, vient d'être classé le plus grand au monde. Sur le continent, le géant belge, néerlandais et luxembourgeois Fortis est sur le point de faire faillite. Son bilan est semblable à celui de Lehman Brothers[62]. Le gouvernement français peine à maintenir en vie le prêteur franco-belge Dexia. Angela Merkel et son ministre des Finances, Peer Steinbrück, mènent des négociations

acérées pour sauver Hypo Real Estate, tiré vers le bas par Depfa, sa filiale aventureuse de Dublin[63]. Chaque sauvetage consiste à déprécier les pertes, à recapitaliser avec des fonds publics, à garantir l'emprunt privé, à conclure des accords avec d'autres banques et à obtenir des liquidités en urgence auprès de la banque centrale.

Les Européens éteignent l'un après l'autre les incendies qui ravagent chacune de leurs banques. Mais dans la nuit du 29 septembre, alors que l'échec du TARP agite les marchés, Dublin craque[64]. Les trois principales banques irlandaises – Anglo Irish Bank, Bank of Ireland et Allied Irish Bank – sont au bord de la faillite[65]. Les bilans des banques domiciliées en Irlande représentent 700 % du PIB national. L'État irlandais n'a pas les moyens financiers de gérer une panique bancaire généralisée. Après une nuit de discussions paniquées, Dublin annonce que la crainte de mourir lui fait préférer le suicide. Ce matin-là, le 30 septembre, l'Europe allume la radio et apprend que le gouvernement irlandais garantit à 100 % non seulement les dépôts, mais aussi le passif des six plus grandes banques irlandaises pour une période de deux ans. Aucun autre gouvernement n'a été prévenu, pas plus que la BCE ou les contribuables irlandais[66]. La panique est évitée, mais l'Irlande, qui compte moitié moins d'habitants que New York, se retrouve à garantir 440 milliards de dollars de passif bancaire. Les pertes accusées par les banques pousseront l'État irlandais à la faillite. Elles sont le lien qui connecte la crise bancaire de 2008 aux crises de la dette souveraine dans la zone euro en 2010. Mais nous n'en sommes pas là. Le 30 septembre, il faut gérer les répercussions immédiates de la décision dans le reste du monde. Si l'Irlande offre un refuge, la panique se propagera-t-elle au reste de l'Europe ?

Étant donné l'étroite intégration des banques irlandaises au système financier britannique, c'est Londres qui subit la pression la plus intense. Le Royaume-Uni est contraint de relever immédiatement son plafond de garantie des dépôts. Londres et

Paris se concertent de toute urgence, ainsi que les Néerlandais. Les Allemands sont moins conciliants. Quand le ministre britannique des Finances tente de joindre Berlin pour discuter d'une réponse européenne commune, son homologue allemand, Peer Steinbrück, ne décroche même pas. Alistair Darling est si inquiet qu'il demande au ministère britannique des Affaires étrangères si l'ambassade britannique à Berlin peut établir un contact avec le gouvernement allemand[67]. Et Berlin ne se contente pas de rester évasive. Pendant les derniers jours de septembre, le gouvernement néerlandais, encore sous le choc d'avoir dû renflouer Fortis, fait une proposition audacieuse[68]. Les États européens devraient tous établir des fonds d'urgence communs correspondant à 3 % de leur PIB respectif, permettant ainsi d'atteindre la somme de 300 milliards d'euros. Le gouvernement français est enthousiaste à cette idée. Pour débattre de la crise, Nicolas Sarkozy invite à Paris le G4 – la France, l'Allemagne, l'Italie et le Royaume-Uni. À l'approche du sommet, la ministre française des Finances, Christine Lagarde, s'exprime dans le quotidien d'affaires allemand *Handelsblatt* sur la nécessité de prendre des mesures communes[69]. Après les négociations transnationales tendues pour secourir Dexia et Fortis, elle s'interroge sérieusement sur la capacité des petits pays à affronter la crise. « Que se passera-t-il si un petit État de l'Union européenne est confronté à un effondrement bancaire ? demande-t-elle de façon rhétorique. Le gouvernement n'aura peut-être pas les moyens de sauver l'institution concernée. Il faut alors envisager une solution au niveau européen[70]. » Les Italiens aiment cette idée[71], ainsi que le responsable influent de la Deutsche Bank, Josef Ackermann[72]. L'Europe a besoin d'une stratégie dont l'ampleur s'approche de ce que Hank Paulson demande aux États-Unis. Et soudain, Berlin se réveille : il n'y aura pas de pourparlers sur des sauvetages conjoints, annonce Peer Steinbrück. Angela Merkel fait savoir qu'elle ne se rendra pas au sommet de Paris s'il est qualifié de réunion de crise. Et comme pour s'y engager, la chancelière accorde un entretien au

tabloïd populaire *Bild-Zeitung*, qui devient rapidement connu pour son analyse nationaliste de la crise, où elle s'oppose à l'idée de chèques en blanc accordés aux banquiers[73]. Berlin peut d'ailleurs compter sur le soutien de Francfort. À la BCE, Jean-Claude Trichet affirme aux journalistes qu'une solution européenne commune n'est pas adaptée, car la zone euro n'est pas une union budgétaire. De la même manière, Jean-Claude Juncker, Premier ministre du Luxembourg et président de l'Eurogroupe depuis longtemps, déclare à la radio : « Je ne vois pas pourquoi nous devrions concevoir en Europe une initiative semblable à celle des États-Unis. » La crise vient des États-Unis. Elle y est plus aiguë. L'Europe s'en sortira avec des solutions nationales.

Nicolas Sarkozy fait marche arrière et sauve les apparences en avançant que c'était une idée de Christine Lagarde qu'il n'avait pas validée. Les Français et les Néerlandais avaient pourtant raison. En l'espace de un an, le scénario décrit par la ministre dans *Handelsblatt* revient hanter la zone euro. Les banques paralysées et les emprunteurs publics en difficulté s'entraînent dans leur chute respective. Mais peu importe la prémonition des Français, il est impossible d'agir sans Berlin. Le 4 octobre, Sarkozy, Merkel, Brown et Berlusconi se réunissent à Paris. Le résultat est décevant. Gordon Brown repart marqué par l'impression que les Européens réduisent la crise à un problème américain[74]. Comme le note un représentant désenchanté du gouvernement britannique, les Européens « n'ont rien vu venir. Ils n'ont pas compris les dynamiques économiques. Ils n'ont pas compris le fonctionnement d'une action collective[75] ». Résigné, Nicolas Sarkozy aurait commenté : « Si nous n'arrivons pas à bricoler ensemble une solution européenne, alors ce sera une catastrophe… Mais ça ne sera pas ma catastrophe, ce sera celle d'Angela. Vous savez ce qu'elle m'a dit ? "Chacun sa merde !" » Selon les Allemands, la chancelière n'aurait pas été si vulgaire : « Merkel a cité un proverbe de Goethe, "que chacun balaie devant sa porte et la ville tout entière sera propre[76]". »

Pourquoi les Allemands sont-ils si réticents ? Après tout, l'Allemagne compte son lot de banques en difficulté, susceptibles de bénéficier d'un fonds commun. Mais le point crucial est le refus des contribuables allemands de financer les sauvetages des autres, que ce soit en Allemagne ou ailleurs. Plus globalement, l'opposition des solutions nationales et fédérales n'est pas une simple question d'euros et de centimes pour Merkel. Depuis 2005, elle est aux prises avec l'incapacité de l'UE à se doter d'une constitution. La signature du traité de Lisbonne, qui entérine le grand retour d'une vision de l'UE fondée sur l'État-nation, date de décembre 2007. En juin 2008, le texte essuie un revers notable quand il est rejeté lors d'un référendum en Irlande. Quand la crise financière frappe, le cadre de Lisbonne est en pleine chirurgie à cœur ouvert. Une affaire est examinée par la cour constitutionnelle allemande. La structure fondamentale de l'UE étant incertaine, il est inimaginable que Berlin soutienne un renforcement considérable des pouvoirs de la Commission européenne afin d'autoriser un sauvetage bancaire [77]. Quelle que soit la solution choisie, elle sera fondée sur des accords intergouvernementaux et non sur un renforcement des pouvoirs fédéraux.

Le 4 octobre, le sommet parvient uniquement à s'entendre sur une déclaration qui appelle à des mesures communes et reproche à l'Irlande son action unilatérale de la semaine précédente. La suite est d'autant plus stupéfiante. Alors que les chefs de gouvernement rentrent dans leurs pays respectifs, on apprend que le sauvetage de la banque Hypo Real Estate a échoué. L'état de Depfa est pire que ce que tout le monde pensait. Une équipe d'experts envoyée par la Deutsche Bank à Dublin a conclu qu'Hypo Real Estate aura besoin non pas de 35 milliards d'euros, mais de 50 milliards, pour combler l'écart à Depfa. Sans tarder, les banques mobilisées par Angela Merkel et Peer Steinbrück pour sauver Hypo Real Estate reviennent sur leur accord. Selon la description d'un banquier allemand dans le cadre de l'enquête du Bundestag, si la faillite de Lehman Brothers avait été

un tsunami, celle d'Hypo Real Estate serait l'apocalypse pour l'économie allemande. Axel Weber, responsable de la Bundesbank, évoque une fusion nucléaire ou *Kernschmelze*. Non sans emphase, le régulateur bancaire de l'Allemagne, Jochen Sanio, compare la situation à *Apocalypse Now* [78]. Mais Berlin craint surtout les rumeurs qui évoquent une panique des épargnants allemands. Face au pic des retraits bancaires, la Bundesbank enregistre une demande inédite de grosses coupures. Soudain, à peine vingt-quatre heures après son retour de Paris, Merkel décide qu'elle doit faire une déclaration. Peer Steinbrück peine à la persuader de ne pas y aller seule [79]. Dimanche 5 octobre dans l'après-midi, tous deux se présentent devant les caméras de télévision. Ils n'ont pas de mandat du Bundestag. Ils s'abstiennent délibérément de donner des détails. Mais les dirigeants des deux partis politiques à la tête de l'Allemagne depuis 1949 déclarent ensemble que tous les dépôts des épargnants sont garantis.

Ce message s'adresse aux Allemands, mais ses répercussions dépassent largement ce cadre. L'Allemagne n'est pas l'Irlande. Même dans les termes les plus restreints, Angela Merkel et Peer Steinbrück offrent une garantie d'au moins mille milliards d'euros. L'Allemagne cherche-t-elle à tirer parti d'une panique bancaire mondiale ? Berlin n'a averti ni Londres, ni Washington. Sous quelques heures, le Premier ministre Gordon Brown convoque une réunion d'urgence à Downing Street pour déterminer la réponse de Londres à l'intervention des deux responsables allemands. Les représentants du gouvernement britannique « tentent frénétiquement de joindre les Allemands », mais une fois de plus, personne ne répond au téléphone à Berlin [80]. En l'absence de politique européenne précise, des petits pays dotés de grandes banques, notamment le Danemark, sont contraints de prendre des décisions unilatérales et de promettre eux aussi des garanties. À Washington, l'équipe de Hank Paulson cherche aussi à comprendre ce que Merkel a en tête. Est-ce une « garantie morale » ou une obligation contraignante à deux ans comme celle annoncée par l'Irlande ? Il semble que

les autorités américaines ne maîtrisent plus la situation. « La situation va évoluer rapidement et nous forcer à faire des choses qui nous plairont plus ou moins », déclare Hank Paulson à ses équipes[81]. Si l'Allemagne juge nécessaire d'émettre une garantie, où est donc la garantie des États-Unis ? Le 6 octobre, 2 000 milliards de dollars s'envolent sur les marchés boursiers. À l'occasion des sommets d'automne du FMI et de la Banque mondiale à Washington, les Américains en profitent pour convoquer une réunion improvisée des ministres des Finances du G7 et du G20 au Trésor américain, les 10 et 11 octobre.

Il est rassurant que le ministère américain des Finances ait compris la nécessité d'une coordination. Mais une semaine est un laps de temps très long pendant une crise financière et Londres ne peut attendre. Le gouvernement de Gordon Brown est confronté à l'effondrement de deux géants bancaires – HBOS et RBS. Lloyds a accepté de racheter HBOS dès le 18 septembre, mais le prêteur hypothécaire, en grande difficulté, perd son accès aux marchés du financement de gros[82]. Sa notation se dégrade et la panique grandissante a poussé les clients (particuliers et entreprises) à retirer 30 milliards de livres. Si la faillite précède la conclusion d'un accord de reprise, la catastrophe éclipsera le cas de Northern Rock[83]. RBS, par sa seule taille, est d'autant plus dangereuse. À partir du 26 septembre, deux équipes, l'une au Trésor britannique et l'autre à Downing Street, ont commencé à élaborer un plan de sauvetage. Pour coordonner la lutte contre la crise, Gordon Brown annonce, le 3 octobre, la création d'un Conseil économique national (NEC). Le *Daily Telegraph* le surnomme immédiatement le « cabinet de guerre économique », une idée encouragée par le fait que les débats ont lieu dans la salle de réunion souterraine sous haute surveillance qui est habituellement réservée au comité COBRA du gouvernement britannique, chargé de réagir aux situations d'urgence[84]. Malgré un cadre inconfortable et sinistre, les réunions sont productives. Si le TARP de Hank Paulson est

fondé sur le rachat d'actifs toxiques, Londres choisit d'associer deux idées : les garanties et la recapitalisation. Comme l'Irlande et l'Allemagne, Londres offrira des garanties. La Banque d'Angleterre et le ministère des Finances garantiront l'émission de dettes des banques. Mais ces garanties seront soumises à une recapitalisation au moyen d'investissements sur les marchés ou grâce à des fonds publics. Les détails sont fixés lors de réunions fébriles à Whitehall et soumises à l'approbation de groupes de banquiers d'affaires tenus au secret. Le matin du 7 octobre, pendant qu'Alistair Darling est en conférence avec les ministres européens des Finances pour tenter de s'entendre sur une politique relative à la garantie des dépôts, l'action de RBS chute et les opérations boursières doivent être suspendues. La banque qui a été présentée comme la plus grande au monde au printemps 2008 est à quelques heures de la faillite[85].

Le plan de sauvetage des banques britanniques, présenté le 8 octobre 2008 après une nuit de négociations tendues avec les principaux établissements, est un bel exemple de comédie politique. Contrairement aux difficultés de Hank Paulson avec le Congrès, Gordon Brown et Alistair Darling ont un avantage considérable : une majorité confortable à la Chambre des communes. La position du Premier ministre à la tête du Parti travailliste est fragile, mais il n'a pas à craindre de mutinerie parlementaire, contrairement à George Bush. Dans l'ensemble, les engagements pris par le Trésor britannique et la Banque d'Angleterre égalent – voire surpassent – ceux du TARP. Comparés à la taille beaucoup plus modeste de l'économie du Royaume-Uni, ils sont bien plus ambitieux.

Le plan britannique est composé de trois axes :

1. Les huit plus grandes banques britanniques doivent élaborer des plans de recapitalisation. C'est à elles de choisir entre un retrait sur un fonds public de 50 milliards de livres et une levée de fonds privés.
2. La somme de 250 milliards de livres est affectée à la garantie de nouvelles dettes émises par les banques

concernées.

3. Le montant supplémentaire de 200 milliards de livres, issu du Programme spécial de liquidités de la Banque d'Angleterre, permet aux banques d'échanger des titres adossés à des actifs, invendables, contre des bons du Trésor.

Si les banquiers et l'équipe du ministère restent éveillés toute la nuit, c'est pour élucider la question des 50 milliards de livres de recapitalisation : doit-elle être appliquée d'un coup ou les marchés risquent-ils de paniquer suite à une telle annonce ? Vaut-il mieux procéder en plusieurs étapes ? Paradoxalement, les banques, malgré leur piteux état, résistent jusqu'à la fin. Aucune d'entre elles ne veut être sous la tutelle de l'État. Au bord de la faillite, elles s'accrochent tout de même à la moindre longueur d'avance. Finalement, des fonds publics à hauteur de 15 milliards de livres sont injectés dans RBS (soit une participation de 57,9 %) et de 13 milliards de livres dans Lloyds TSB-HBOS (43,4 %)[86]. Barclays et HSBC, les banques les plus solides du Royaume-Uni, refusent ostensiblement de participer à ce plan. Elles ne choisissent ni les capitaux, ni les garanties. Le gouvernement britannique n'a pas l'autorité suffisante pour leur imposer une recapitalisation et il ne tente même pas sa chance. HSBC, fortement implantée en Asie, est en assez bonne santé pour lever des fonds sur les marchés. Barclays signe un accord illégal avec un fonds souverain du Golfe, à qui elle prête les fonds nécessaires pour se recapitaliser – une transaction qui se solde par une amende considérable et des accusations au pénal contre les membres de la direction[87].

Dans le contexte de l'échec du TARP et de la pagaille en Europe, le projet de Gordon Brown relève du miracle. À New York, Paul Krugman ne tarit plus d'éloges pour le gouvernement travailliste. Au Royaume-Uni, les sociaux-démocrates ont trouvé comment venir en aide au capitalisme financier[88]. Le gouvernement travailliste est moins opposé à la nationalisation que Hank Paulson, ce qui est sans aucun doute

un bon point. Néanmoins, il faut préciser que depuis les années 1990, le New Labour, comme les démocrates aux États-Unis, s'est allié avec enthousiasme à la City. Ainsi, ce n'est pas un hasard si les travaillistes au Royaume-Uni et les démocrates aux États-Unis consacrent autant d'énergie à réparer la crise bancaire. C'est un monstre qu'ils ont contribué à créer. Quoi qu'il en soit, étant donné le lourd fardeau qui pèsera sur les contribuables britanniques pour soutenir HBOS et RBS, il est difficile d'entrevoir une solution qui ne soit pas la nationalisation.

La réaction des investisseurs n'est pas aussi enthousiaste que celle des commentateurs. Quand les ministres des Finances du G7 se réunissent le vendredi 10 octobre, les marchés mondiaux sont en proie à la panique. Cet après-midi-là, dans la célèbre salle du Trésor lambrissée, l'humeur est loin d'être amicale. Le ministre italien, Giulio Tremonti, et son homologue japonais, Shoichi Nakagawa, rappellent avec force les dommages provoqués la décision américaine de laisser Lehman Brothers faire faillite. Peer Steinbrück s'en tient à sa théorie sur la fin du capitalisme anglo-américain[89]. Jean-Claude Trichet se permet un petit spectacle en distribuant à l'assistance un graphique montrant la forte hausse de l'écart entre le Libor et le taux des OIS après la faillite de Lehman Brothers. C'est une mesure de référence pour évaluer les pressions financières que subissent les banques européennes. Les Américains, secondés par Mervyn King de la Banque d'Angleterre, gardent leur calme et maintiennent que Lehman Brothers est peut-être une cause immédiate, mais que sa faillite est loin d'être la source fondamentale de tous les problèmes mondiaux. Afin que le débat prenne un tour plus positif, ils proposent un plan en cinq points :

1. Les institutions cruciales à l'échelle du système ne seront plus abandonnées à la faillite.
2. Des mesures seront prises pour contribuer à la recapitalisation.
3. Ils s'efforceront de dégeler les liquidités sur les marchés interbancaires.

4. Ils fourniront les garanties de dépôts adaptées.
5. Ils reconstruiront les marchés des actifs titrisés.

George Bush, voulant faire une bonne surprise aux ministres des Finances, fait une apparition afin de contribuer à la bonne atmosphère de la réunion. Malheureusement, l'intervention du président n'est guère rassurante. « Ne vous inquiétez pas, déclare-t-il à l'assemblée. Hank maîtrise la situation. Il va geler ces liquidités[90]. » Étant donné que le TARP reste dans le flou et que le gel des liquidités est la dernière chose que veulent les ministres, ces propos n'ont sûrement pas été réconfortants.

En Europe, trois jours plus tard, les accords de Washington donnent le ton à un sommet des chefs de gouvernement de la zone euro à Paris. Sarkozy est l'organisateur, mais Gordon Brown est le chef de file. Le Royaume-Uni n'est pas membre de la zone euro, mais la City est la capitale financière de l'Europe et le plan de sauvetage britannique est désormais érigé en modèle. En termes politiques, Sarkozy espère utiliser le poids de Gordon Brown pour convaincre les Allemands d'adopter une attitude plus conciliante[91]. Ce qui ressort de la réunion du 12 octobre est un chiffre colossal sur les garanties bancaires qui fait les gros titres, mais c'est loin d'être un plan européen. Aucun accord n'est trouvé sur une réponse commune de l'UE. La Commission européenne donne aux États membres une autorisation permissive d'émettre des garanties de dettes tant qu'elles sont proposées à toutes les banques du pays, qu'elles soient nationales ou étrangères. Toute discrimination est exclue. Pendant la durée de la crise, les États européens peuvent injecter des capitaux dans les banques. L'UE fera office d'instance de supervision et tentera de limiter les fractures au sein du marché commun européen, mais elle ne lutte pas concrètement contre la crise. Au total, la commission examine et valide vingt initiatives sur la garantie des dettes bancaires et quinze portant sur des recapitalisations[92]. S'y ajoutent des demandes individuelles d'aide pour certaines banques, soit quarante-quatre pour l'Allemagne uniquement.

Mais c'est la méthode du cas par cas, pays par pays. Le veto de Merkel est décisif. Il faut attendre trois longues années avant qu'un sauvetage commun à toute l'Europe soit remis à l'ordre du jour.

Le lundi 13 octobre 2008, le Royaume-Uni nationalise Lloyds-HBOS et RBS. Le même jour, l'Allemagne annonce qu'elle place 400 milliards d'euros en garanties et qu'elle affecte 100 milliards d'euros à la recapitalisation. La France garantit 320 milliards d'euros de dette bancaire à moyen terme et crée un fonds de capitalisation de 40 milliards d'euros. L'Italie prévoit 40 milliards d'euros pour la capitalisation et « le plus possible » en garanties. Aux Pays-Bas, les garanties sont de 200 milliards d'euros. L'Espagne et l'Autriche placent chacune 100 milliards d'euros[93]. Proportionnellement au PIB, le programme le plus considérable est celui de l'Irlande, mais la Belgique et les Pays-Bas prennent aussi des engagements colossaux.

Les initiatives nationales de l'Europe sont définies par le paysage bancaire et politique local. Les grandes banques françaises sont en relative bonne santé. La Société Générale a de la chance que l'affaire Kerviel, soit 50 milliards d'euros de positions secrètes et près de 5 milliards d'euros de pertes, ait éclaté en janvier 2008, et non six mois plus tard à l'apogée de la crise[94]. La Société Générale réussit à recapitaliser et à éviter un rachat, qui se serait peut-être aussi mal terminé que les autres unions précipitées de cette période. En outre, la banque française, qui travaille en étroite coopération avec Goldman Sachs, est une bénéficiaire privilégiée des conditions généreuses négociées pour le sauvetage d'AIG. Pourtant, même si les autres grandes banques françaises sont solides, aucune n'échappe à la perte de confiance qui se propage à l'automne 2008. Le 16 octobre, une recapitalisation d'urgence et un programme de refinancement passent en force à l'Assemblée nationale. L'urgence est généralisée, mais la France se distingue par la réaction du secteur privé. Toutes les grandes banques, à commencer par BNP Paribas, acceptent des capitaux de

la Société de prise de participation de l'État (SPPE). Une seconde tranche suit en janvier 2009. Là encore, toutes les banques prennent les fonds. Le programme de refinancement de l a Société de financement de l'économie française (SFEF) est d'autant plus surprenant. Cette entité est légalement habilitée à émettre des obligations garanties par l'État au nom des banques à hauteur de 265 milliards d'euros au maximum, mais 66 % de ses actions sont détenues par les six principales banques françaises. Même la filiale d'HSBC en France y participe. C'est une construction élégante. L'État français étant un actionnaire minoritaire, le passif de la SFEF n'est pas ajouté à la dette publique de la France. Parallèlement, grâce à des modalités particulières négociées avec les régulateurs bancaires, la SFEF n'est pas tenue de respecter les règles de Bâle II en matière de fonds propres, c'est pourquoi l'appel financier est modeste pour les banques. C'est un mécanisme efficace visant à restaurer la confiance, rendu possible par l'absence relative de pression que subissent les plus grandes banques françaises et une étroite coopération de l'élite française, particulièrement soudée[95]. S'ils fonctionnent distinctement, les entreprises et l'État sont tout aussi interconnectés à Paris qu'à New York et Washington, donnant ainsi lieu à quelque chose de particulièrement rare dans un contexte de concurrence des marchés – un accord volontaire sur une action collective.

En termes d'envergure, seul le programme de l'Allemagne rivalise avec celui du Royaume-Uni. Le 17 octobre, la loi qui entérine le Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin, Fonds spécial de stabilisation des marchés financiers) est adoptée en deux temps trois mouvements au Bundestag[96]. Mais, comme au Royaume-Uni, la possibilité d'une solution globale est sabotée par la force du protagoniste le plus puissant. La Landesbanken, banque régionale, est en grande difficulté et la Commerzbank peine à se sortir de la reprise malvenue de Dresdner : pour cette raison, la Deutsche Bank y voit l'occasion de mettre de la distance entre elle et les autres. Dans le cadre d'une discussion

interne dont le contenu a délibérément été divulgué, le P-DG Josef Ackermann fustige le plan national de sauvetage. Il aurait honte, fait-il savoir, que sa banque demande l'aide de Berlin. Comme Barclays au Royaume-Uni, la Deutsche Bank fait le choix des manœuvres comptables et des investissements dans des fonds souverains du Golfe pour sortir de la crise. Par la suite, elle aussi fait l'objet de poursuites judiciaires en raison de cette gestion de crise improvisée, mais aux États-Unis, pas en Allemagne[97]. Pendant ce temps, Peer Steinbrück est furieux. Selon lui, Josef Ackermann a ouvert la voie à « une société à deux vitesses dans le secteur bancaire, composée de ceux qui refusent d'aider et ceux qui risquent le déclassement. C'est dangereux, car les marchés y réagissent[98] ». C'est précisément ce problème qui préoccupe Washington au même moment.

V

Après l'échec essuyé au Congrès le 29 septembre, le Trésor n'a d'autre choix que de réessayer de faire adopter le TARP. À cette fin, Hank Paulson abandonne l'idée d'un chèque en blanc. Les fonds de sauvetage à hauteur de 700 milliards de dollars sont divisés en trois tranches – la première de 250 milliards de dollars, la deuxième de 100 milliards de dollars et la troisième de 350 milliards de dollars – soumises à une demande formulée par le président et approuvée par le Congrès. Le soutien accordé aux banques doit être compensé par des abattements fiscaux pour la classe moyenne et des aides pour les propriétaires. La section 109 de la loi habilite explicitement le secrétaire au Trésor à « faciliter la révision des prêts afin d'empêcher les saisies évitables[99] ». Au lieu d'accorder l'immunité au secrétaire au Trésor, la loi prévoit désormais plusieurs niveaux de supervision qui se recoupent. Le 3 octobre, le TARP (Programme de reprise des actifs dévalués) est adopté grâce au vote favorable de 74 % des démocrates à la Chambre des représentants, mais de seulement 46 % des républicains.

Durant la première semaine d'octobre, face à l'évolution rapide sur les marchés aux États-Unis et en Europe, il devient toutefois clair que le TARP, dans sa conception d'origine, ne fonctionnera pas. Le ministère américain des Finances est confronté au fait qu'il est foncièrement incommode de remettre en jeu sur les marchés des centaines de milliards de dollars d'actifs douteux en pleine période de terreur sur ces mêmes marchés. Soit le ministère surpaye et sacrifie l'intérêt du contribuable, soit il choisit d'être dur en affaires et risque de ruiner les banques qu'il tente d'aider. Pendant ce temps, les Britanniques font pencher la discussion en faveur de la recapitalisation. Au lieu d'acheter des actifs toxiques ou de garantir plus d'emprunts bancaires, le gouvernement doit injecter du capital social. Après avoir obtenu des fonds auprès du Congrès pour la reprise d'actifs, le TARP doit être réinventé en

véhicule de nationalisation. Parallèlement, la suite des événements en Irlande, en Allemagne et au Royaume-Uni a fait évoluer le débat sur la garantie des dépôts. Selon Hank Paulson, c'est le risque d'un transfert de fonds des États-Unis vers l'Europe qui le pousse, ainsi que Ben Bernanke, à s'adresser à la FDIC et à exiger que sa responsable, Sheila Bair, offre des garanties encore plus complètes[100].

Le nouveau plan est mis en place par le Trésor, la Fed et la FDIC pendant le week-end du 11 et 12 octobre, dans l'ombre des sommets du G7 et du G20. Le lundi 13 octobre, il est présenté aux P-DG stupéfaits des neuf plus grandes banques des États-Unis, alors que les Européens déploient leurs garanties[101]. C'est une offre à prendre ou à laisser. Tim Geithner, président de la Fed de New York, impose aux neuf premières banques un montant de capitaux publics qu'elles doivent accepter. Les actions sont des actions préférentielles. Les dividendes garantis que le gouvernement fédéral requiert sont bas, mais sont réévalués à la hausse au bout de cinq ans afin d'inciter les remboursements anticipés. En échange de ces injections de capitaux, les banques reçoivent une garantie de la FDIC sur tous les comptes courants professionnels et une garantie pour toutes les nouvelles dettes émises avant l'été 2009, jusqu'au total de 125 % de la dette arrivant à échéance d'ici à la fin de cette année. Les deux sont liés. Il n'y a pas de garantie de la FDIC sans injection de fonds publics. Fidèle à lui-même, Ben Bernanke cherche à apaiser la situation en appelant toutes les parties présentes à examiner leurs intérêts communs. Ils sont tous dans le même bateau. « Je ne vois pas de raison de se montrer agressif », déclare-t-il calmement[102]. Les banquiers le fixent, incrédules. Le cœur du capitalisme financier des États-Unis est sur le point d'être partiellement nationalisé.

Outre l'impression globale de choc, les réactions se résument à une logique d'affaires. Pour le membre le plus faible du groupe, c'est manifestement une excellente transaction, ce que reconnaît Vikram Pandit, de Citigroup. Étant donné l'état de son bilan, il

ne peut se permettre de faire le difficile, ce qu'il résume par une déclaration : « Ce sont des capitaux bon marché. » Et c'est effectivement le cas. Le rendement des obligations de Citigroup ce jour-là est de 22 %. Hank Paulson demande 5 %[103]. Une banque mieux placée comme J.P. Morgan aurait pu s'en sortir sans les fonds du TARP. Mais Jamie Dimon comprend le raisonnement systémique et il fait partie des premiers à signer, bien que sa signature soit soumise à l'accord de tous les autres. C'est Wells Fargo, dont le siège est en Californie, qui force les représentants du gouvernement à révéler leur donne. Quand cette banque s'oppose à l'idée de secourir les établissements new-yorkais, Hank Paulson note calmement que Wells Fargo est assis face à son régulateur. Si la banque refuse les fonds ce jour-là, elle sera informée le lendemain matin de l'insuffisance de ses fonds propres. Elle perdra accès aux marchés de capitaux. Et quand ses responsables se tourneront de nouveau vers Hank Paulson pour obtenir de l'aide, les conditions seront moins favorables que celles proposées cet après-midi-là. À ce moment, les P-DG sont libérés afin de joindre leurs conseils d'administration respectifs. En l'espace de quelques heures, tous donnent leur accord. Au titre du Programme d'achat d'immobilisations (*Capital Purchase Program*), les neuf plus grandes banques américaines acceptent des actions préférentielles du gouvernement à hauteur de 125 milliards de dollars.

Par rapport à l'initiative moins ambitieuse de l'Europe, la recapitalisation américaine semble particulièrement ahurissante. Et cette impression est confirmée avec le recul. Les banques américaines se remettent plus rapidement et plus complètement de la crise que leurs homologues européennes. Le grand fossé transatlantique semble s'ouvrir après la réunion du 13 octobre 2008[104]. Les partisans d'un pouvoir exécutif fort se félicitent par la suite de ces mesures, qu'ils assimilent à une affirmation essentielle de la souveraineté. Comme après le 11 septembre 2001, l'État américain déclare un état d'exception et se montre à la hauteur[105]. Mais s'il paraît réconfortant

d'invoquer la souveraineté aux moments de grande incertitude, c'est en réalité une mystification des événements de septembre et octobre 2008. Le chemin parcouru entre la faillite de Lehman Brothers et l'adoption du TARP n'est pas celui d'un État souverain qui relève le défi de la crise, mais témoigne plutôt des luttes intestines qui déchirent le réseau social et politique qui lie Washington à Wall Street, ainsi qu'au système financier européen. En septembre, les considérations politiques et commerciales ont entravé la conclusion d'un accord pour sauver Lehman Brothers. Il faut un mois de panique, de confusion politique et d'agitation financière sans précédent pour qu'à la mi-octobre, les barons de Wall Street soient prêts à écouter Hank Paulson quand il tape du poing sur la table et déclare que tout le monde doit prendre l'argent du Trésor. Même à ce moment-là, l'exécutif peut agir ainsi parce que J.P. Morgan apporte son soutien à la proposition. C'est peut-être l'expression d'une souveraineté, mais la souveraineté de qui ? Celle de l'État américain ou de la « nouvelle Wall Street » – un réseau incarné par des figures telles que Hank Paulson et Tim Geithner, qui font le lien entre le Trésor et la Fed, et la finance américaine mondialisée[106] ?

Le coup de force du ministère américain des Finances aurait été plus impressionnant si l'injection de capitaux avait été imposée à des conditions plus onéreuses. Mais c'est tout le contraire. Vikram Pandit a raison. Les fonds que le Trésor « impose » aux banques sont bon marché à tous égards. Phillip Swagel, secrétaire adjoint au Trésor pour la politique économique et l'un des principaux concepteurs du plan de sauvetage de Hank Paulson, décrit ainsi la situation : « Pour faire en sorte que l'injection de capital soit rapidement et largement acceptée, les conditions devaient être intéressantes et non punitives [...]. Il fallait que ça soit le contraire des *Sopranos* ou du *Parrain* – non pas une tentative d'intimidation des banques, mais une proposition assez intéressante pour qu'il soit peu judicieux de la refuser[107]. » Le Trésor est loin d'être un actionnaire difficile.

En se qualifiant d'« actionnaire réticent », les autorités américaines s'abstiennent de revendiquer un droit de vote[108]. Au Royaume-Uni et en Allemagne, la nationalisation de Lloyds-HBOS, RBS, Hypo Real Estate et Commerzbank ressemble plus à une restructuration à la suite d'une faillite, ce qui entraîne de grands remaniements au sein des équipes dirigeantes. Au contraire, la démarche globale des États-Unis doit être moins interventionniste[109]. Si J.P. Morgan, en bonne santé, accepte de participer au programme aux côtés de Citigroup, mal en point, les conditions ne peuvent être trop coûteuses. Les participants du TARP ont le droit de continuer à verser des dividendes. Le dividende à reverser sur les fonds du TARP n'est que de 5 %, soit la moitié de ce que Goldman Sachs a versé à Warren Buffett quand il les a « sauvés ». L'objectif du Trésor est de persuader toutes les banques de participer afin que l'aide de l'État ne soit pas considérée comme un aveu de faiblesse risquant d'attirer l'attention des vendeurs à découvert. Comme Peer Steinbrück l'a détaillé dans sa réaction furieuse à la Deutsche Bank, en période de crise, défendre le système nécessite que toutes les banques soient traitées comme si elles étaient en bonne santé, mais aussi que les banques en meilleure forme soient disposées à jouer le jeu. Elles doivent admettre qu'en cas de crise généralisée, leur précieuse marge de supériorité ne les sauvera pas.

Le résultat de l'intervention « souveraine » du Trésor est une subvention colossale accordée aux banques, une opération qui permet sans doute d'augmenter leur valeur de 131 milliards de dollars[110]. Les principaux bénéficiaires sont les banques d'affaires fragiles et Citigroup, colosse tentaculaire. Citigroup perçoit 25 milliards de dollars du Trésor en échange de titres évalués à 15,5 milliards de dollars et sur le point d'être dépréciés. Au contraire, Wells Fargo, de l'avis général l'une des plus robustes du secteur bancaire, émet environ 23,2 milliards de dollars en titres contre 25 milliards de dollars de fonds publics[111]. J.P. Morgan n'a pas besoin d'argent et en acceptant de jouer le jeu pour enrayer la panique, Jamie Dimon perd l'occasion de s'en

prendre à ses concurrents plus faibles. Pour les critiques du plan de sauvetage, comme Sheila Bair de la FDIC, toute cette procédure n'est qu'un écran de fumée qui cache le renflouement de Citigroup[112]. Le réseau datant de l'époque Clinton est toujours actif. Citigroup n'est pas seulement trop imposante pour faire faillite, elle a aussi les contacts qui lui permettent de l'éviter. Quoi qu'on pense de cette interprétation, il est indéniable qu'après la panique intense de début octobre, tout semblant d'équité est abandonné.

La stabilisation d'octobre ne suffit pas à Citigroup. En novembre, la banque affiche des pertes considérables et annonce 52 000 licenciements. Le vendredi 21 novembre 2008, l'évaluation boursière de Citigroup est de 20,5 milliards de dollars, contre 250 milliards en 2006. Les craintes se propagent et le glas sonne. Citigroup perd son accès aux marchés de mise en pension. La fin semble proche. La seule taille de Citigroup et son enchevêtrement dans les marchés mondiaux rendent les conséquences inimaginables. À l'issue d'une série urgente de négociations qui culmine par un « week-end Citi » les 22 et 23 novembre, un autre plan est bricolé tant bien que mal. Une seconde injection de capital – 20 milliards de dollars – consolide le bilan de Citigroup, tandis qu'un plan est censé le protéger contre les pertes liées à 306 milliards de dollars d'actifs toxiques. En échange, le gouvernement perçoit 7 milliards de dollars d'actions préférentielles qui rapportent un dividende de 8 %[113]. Bank of America est aussi en difficulté, ce qui menace Merrill Lynch. Le rachat révèle peu à peu la véritable ampleur des pertes hypothécaires de Merrill Lynch. Ken Lewis et son équipe de Bank of America veulent à tout prix se retirer de l'accord qui a sauvé la banque d'affaires le 14 septembre. Personne ne veut revivre un week-end comme celui où Lehman Brothers a sombré. Sous la pression intense de Hank Paulson et Ben Bernanke, le P-DG Ken Lewis persévère et cache des informations cruciales aux actionnaires de Bank of America, mais il accepte des fonds publics à hauteur de 20 milliards de

dollars et une « modalité de protection contre les pertes » sur les 118 milliards de dollars d'actifs toxiques chez Merrill Lynch[114].

La crise financière n'est pas encore maîtrisée. Mais du moins en termes politiques, Wall Street est rassurée. Le 4 novembre, Barack Obama est élu président et les démocrates renforcent leur emprise sur la Chambre des représentants et le Sénat. Les progressistes américains fêtent une victoire historique. Obama apparaît comme une figure quasi messianique et il ne se contente pas d'occuper la Maison-Blanche : il dispose aussi de la majorité nécessaire au Congrès pour mettre en œuvre de réels changements aux États-Unis. Et dans un revirement historique remarquable, l'élection du premier président afro-américain sous l'étiquette du Parti démocrate est aussi une bonne nouvelle pour Wall Street. En 2008, ce sont Obama et les démocrates qui apportent au gouvernement de Bush le soutien politique nécessaire pour adopter les mesures exceptionnelles de lutte contre la crise. Et ils ont la ferme intention de continuer sur cette voie. Le 23 novembre, jour où le Trésor annonce la nouvelle tranche d'aide pour Citigroup, l'équipe d'Obama rend public son candidat au poste de secrétaire au Trésor. Des rumeurs circulaient depuis des semaines. Sans grand suspense, étant donné ses liens de longue date avec Obama, Robert Rubin est pressenti, ainsi que Larry Summers, co-architecte de la dérégulation à l'époque de Clinton. Paul Volcker, prédécesseur d'Alan Greenspan à la présidence de la Fed, parrain de la désinflation à l'époque de Jimmy Carter et Ronald Reagan, est aussi un favori d'Obama. Mais il est trop âgé. Les autres sont trop toxiques politiquement. L'homme choisi pour diriger le Trésor n'est autre que le responsable intransigeant de la Fed de New York, Tim Geithner – un protégé de Larry Summers et Robert Rubin. Larry Summers est nommé à la tête du Conseil économique national en attendant de remplacer Ben Bernanke à la présidence de la Fed. Robert Rubin doit être l'éminence grise en coulisses – un rôle semblable à celui de Harry Hopkins, selon l'intéressé. Un autre de ses protégés et alliés du Hamilton Project,

Peter Orszag, sera directeur du Bureau de la gestion et du budget (OMB, *Office of Management and Budget*). Celui qui tient les listes de l'équipe de transition est Michael Froman, ancien chef de cabinet de Robert Rubin au ministère des Finances. Michael Froman conserve son salaire de responsable de la stratégie sur les marchés émergents à Citigroup tout en travaillant à côté pour la campagne d'Obama[115]. En 2009, il rejoint son gouvernement aux postes d'assistant adjoint du président et conseiller adjoint à la sécurité nationale pour les relations économiques internationales. La seule personne de l'équipe économique d'Obama qui ne fait pas partie des « anciens » du réseau Clinton est Christina Romer, une économiste qui défend le « nouveau modèle keynésien » et qui est une spécialiste réputée de l'histoire de la Grande Dépression. Elle est nommée à la présidence du Groupe des conseillers économiques[116]. Le marché se réjouit de ces nouvelles. Comme le note un conseiller financier, « Tim Geithner assure une transition fluide entre le gouvernement de Bush et celui d'Obama, car il participe déjà à la gestion des événements actuels[117]. »

La notion même de transition appliquée à la période entre Bush et Obama est une exagération. Bien avant le 4 novembre, le témoin de relais a déjà été passé. Le parti politique qui s'est montré disposé à mobiliser toutes les ressources de l'État américain pour lutter contre la crise financière est le Parti démocrate. Les républicains ne sont pas tant des alliés dans la gestion de la crise qu'un symptôme de cette dernière. Au cours de la crise, le Parti républicain ne se révèle pas tant un parti pour gouverner qu'un véhicule politique utilisé par les Américains blancs conservateurs pour exprimer leurs inquiétudes face aux séismes qui secouent leur monde.

Chapitre 8
LES LIQUIDITÉS MONDIALES

A **posteriori, il semble que les décisions prises** durant les premières semaines d'octobre aient déterminé la suite des événements. Les États-Unis travaillent de manière concertée pour recapitaliser leurs banques. En Europe, les propositions d'action commune sont bloquées par Berlin. À partir de ce moment, la crise se transforme en série de batailles nationales qui, après 2010, sont de nouveau enchevêtrées sous la forme de la crise de la zone euro. Finalement, l'Europe n'échappe pas à une solution commune, mais il faut des années d'incertitude et de détresse économique avant d'y parvenir. Comme le révèle la crise de la zone euro, la stratégie nationale que veut imposer Berlin est fondamentalement inadaptée. Mais se focaliser sur la dimension européenne d'interdépendance n'est pas tout à fait correct. Les banques et les emprunteurs européens sont en effet interdépendants. Mais à l'automne 2008, c'est leur dépendance aux États-Unis qui est beaucoup plus fondamentale et pressante. La fermeture des marchés du financement de gros et du financement interbancaire provoque des pressions considérables sur les marchés de financement en dollars dans le monde entier, et c'est en Europe que la pression est la plus aiguë. Même les États européens les plus robustes sont impuissants face à un tel déficit. Le fait que cette situation ne se transforme pas en une crise transatlantique spectaculaire ne se décide pas en Europe mais aux États-Unis, où la Fed, qui agit dans l'intérêt éclairé du système financier américain, admet la force écrasante de l'interdépendance financière et prend des mesures en conséquence. Au moment où Hank Paulson et le ministère américain des Finances peinent à obtenir du Congrès l'appui politique nécessaire pour soutenir le système financier

américain, la Fed, sans aucune consultation publique, devient le prêteur de la dernière chance pour le monde entier. Quand la fête prend fin sur les marchés monétaires privés, la Fed prend le relais et fournit les liquidités manquantes qui, au total, atteignent des milliers de milliards de dollars et sont adaptées aux besoins des banques américaines, européennes et asiatiques. Cette opération est inédite dans l'histoire, d'une ampleur spectaculaire et elle a lieu sans tambour ni trompette. Elle réinvente le lien entre les systèmes financiers et les monnaies nationales.

I

Le coup d'arrêt du financement de gros a frappé les banques européennes dès août 2007. Ce n'est donc pas une coïncidence si la BCE ouvre la voie et verse le 9 août 95 milliards d'euros de liquidités aux marchés interbancaires à un jour[1]. Jean-Claude Trichet, à la tête de la BCE, n'est pas du genre à prendre des mesures si radicales sans un motif valable[2]. Mais à l'automne 2008, la BCE et la Banque d'Angleterre injectent des liquidités à un rythme sans précédent. Ces versements ont lieu sans vote parlementaire et sans placement inhabituel de capital à long terme. Ce ne sont pas des sauvetages, mais des transactions sur les marchés monétaires que les banques centrales effectuent régulièrement pour resserrer ou assouplir la conjoncture financière. En revanche, elles prennent une envergure inédite. À mesure qu'elles prêtent des liquidités ou l'équivalent contre des garanties – bonnes et mauvaises – les bilans de toutes les grandes banques centrales commencent à croître. Théoriquement, cette méthode n'a pas de limite au sein d'une économie nationale fermée ou d'une grande zone monétaire comme celle de l'euro ou du dollar. Mais ces opérations ne peuvent matérialiser des liquidités en devises. La Banque d'Angleterre fournit des livres sterling, la BCE des euros. Cette contrainte limite de manière cruciale la force des opérations des banques centrales, notamment en 2008, car les banques européennes ont désespérément besoin de dollars. C'est à cause de cette faille que la Fed intervient avec un programme d'apport de liquidités qui est à la mesure de l'envergure mondiale du système bancaire offshore en dollars.

En partant d'une perspective traditionnelle de l'économie internationale, fondée sur les échanges, il n'est pas facile de voir en quoi une pénurie de dollars menace à ce point l'Europe. En septembre 2008, la zone euro dans son ensemble peut se targuer d'un excédent commercial avec les États-Unis. L'Allemagne, en particulier, est championne de l'exportation. Si les Européens

ont besoin de dollars, ils peuvent certainement les acheter ou les emprunter auprès d'exportateurs mondiaux tels qu'Audi, Volkswagen et Mercedes-Benz. Mais c'est là qu'apparaît la disparité entre la perspective de l'économie fondée sur les échanges et la financiarisation mondiale. En 2007, les exportateurs allemands se targuent d'un excédent commercial d'environ 5 milliards de dollars par mois avec les États-Unis. Selon les calculs des économistes de la Banque des règlements internationaux (BRI), les banques européennes n'ont pas besoin de 5 milliards ou même de 10 milliards de dollars. Avant la crise, elles ont financé leurs opérations en dollars grâce à environ 1 000 milliards de dollars d'engagements sur des fonds communs de placement monétaires des États-Unis. De plus, elles ont emprunté 432 milliards de dollars sur le marché interbancaire, 315 milliards de dollars sur les marchés d'échanges de devises et 386 milliards de dollars sur les marchés de financement à court terme auprès des autorités monétaires qui gèrent des fonds de trésorerie en dollars. Le montant total dépasse 2 000 milliards de dollars[3]. Le chiffre précis dépend de la part du bilan européen colossal qui doit être refinancée et du temps à disposition pour mettre en œuvre cette opération.

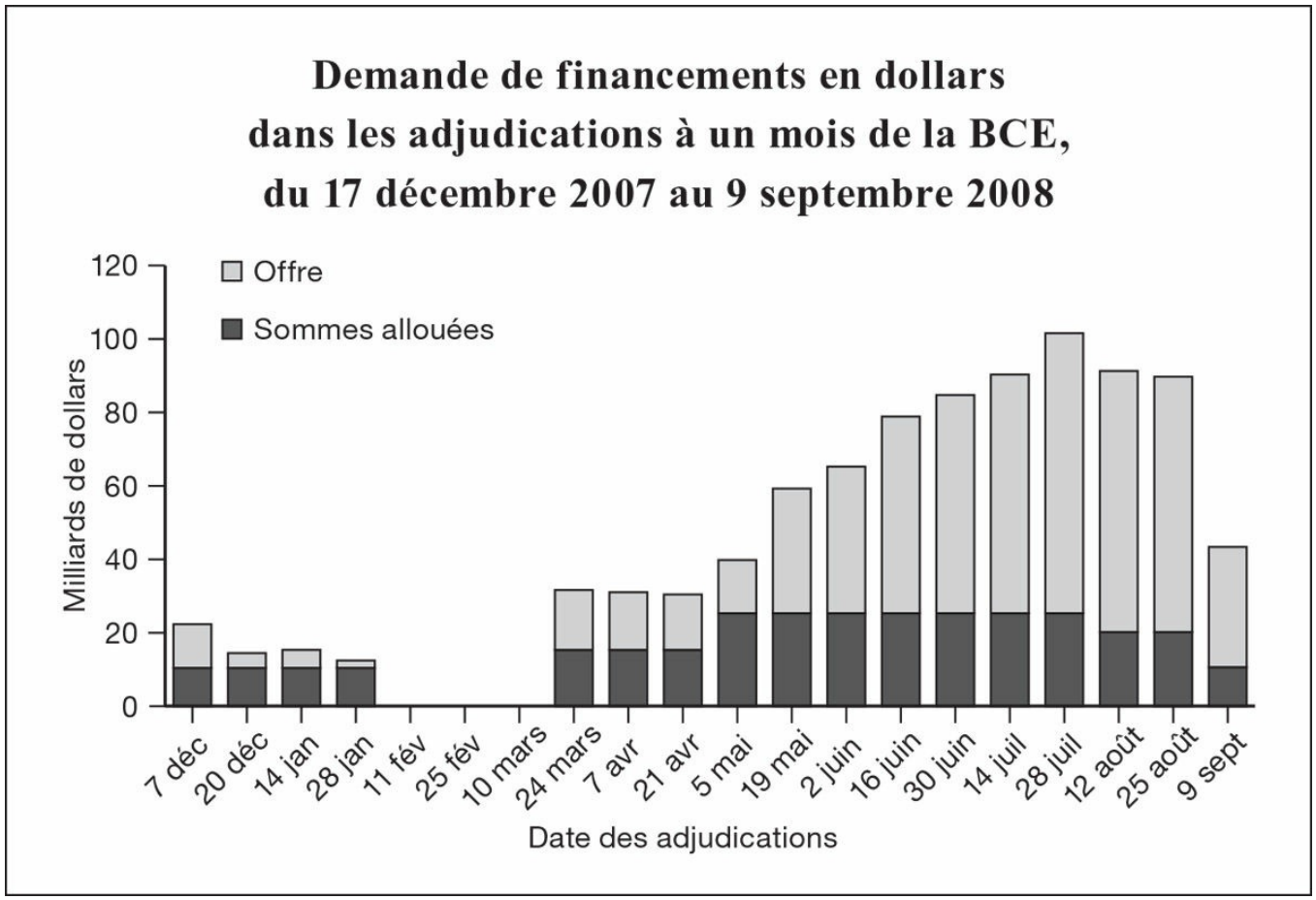
La crise de 2008 met au jour le dangereux déséquilibre du modèle économique des banques européennes. Face à l'effondrement des marchés monétaires américains, toutes les banques européennes cherchent désespérément des fonds en dollars. Elles tentent d'emprunter les unes auprès des autres, ce qui entraîne un pic douloureux des coûts de financement à court terme, comme en témoigne l'écart entre le Libor et l'OIS[4]. Parallèlement, le marché des échanges de devises devient dangereusement encombré, car les Européens sont en concurrence dans l'espoir d'obtenir des crédits en dollars et de moins en moins de contreparties sont prêtes à endosser ce rôle. L'écart d'échange de taux variables sur devises, qui mesure l'écart de taux d'intérêt que les banques européennes sont prêtes à payer pour échanger des euros ou des livres en dollars, devient

largement négatif, indiquant qu'il est extrêmement difficile d'accéder à des financements en dollars directement. Quand les marchés fonctionnent normalement, cet écart doit être proche de zéro. En septembre 2008, il dépasse 200 points de base. Quand le Comité fédéral de l'open-market (FOMC) se réunit le 16 septembre, au lendemain de la faillite de Lehman Brothers et alors qu'AIG est au bord du gouffre, le premier point à l'ordre du jour est la difficulté de financement non pas des banques américaines, mais bien européennes. Bill Dudley, de la Fed de New York, décrit ainsi la situation : « Le pan du marché qui subit les tensions les plus aiguës est sans doute celui des liquidités en dollars pour les banques étrangères[5]. »

Où trouver des financements supplémentaires en dollars ? Les banques centrales peuvent sembler une source potentielle de devises, mais les réserves en dollars des banques centrales européennes sont loin d'être suffisantes pour répondre aux besoins des banques[6]. Alors que la crise s'accentue à l'automne 2008 et que la City est prise de convulsions, la Banque d'Angleterre n'a que 10 milliards de dollars à sa disposition[7]. Jusqu'en juillet 2009, lors des adjudications en dollars organisées régulièrement par la BCE, les offres sont plus de quatre fois supérieures aux sommes alloués. Il n'est donc pas étonnant que l'intensification de la crise, loin de faire chuter le cours du dollar (comme l'avaient prédit les modèles macroéconomiques traditionnels), entraîne sa hausse.

Les petits pays qui se trouvent dans l'embarras sont habituellement orientés vers le FMI. Et à l'automne 2008, en étroite coopération avec le Trésor américain et la Fed, le FMI tente d'élaborer à la hâte un nouveau type de facilité de liquidités à court terme pour venir en aide aux pays qui subissent les pressions financières les plus intenses, sans faire appel à un programme d'ajustement du FMI[8]. Mais si la BCE ou la Banque d'Angleterre avaient fait appel au FMI en 2008, il en aurait découlé une catastrophe qui serait restée dans les annales. Quoi qu'il en soit, le FMI obéit à la logique fondamentale

remontant à sa création, en 1944, et il a les moyens de s'y tenir. L e FMI finance les déficits commerciaux et gère les crises de la dette souveraine. Sa mission ne consiste pas à combler les déficits budgétaires béants du secteur privé. Ses programmes s'évaluent en dizaines de milliards de dollars et il n'est pas conçu pour l'ère bancaire transnationale brassant des milliers de milliards de dollars.



Source : M. J. Fleming et N. J. Klagge, « The Federal Reserve's Foreign Exchange Swap Lines », *Current Issues in Economics and Finance* vol. XVI, n° 4, 2010, p. 1.

À l'automne 2008, il n'est plus possible d'échapper à la dure réalité. Comme le déclare Tim Geithner, président de la Fed de New York, au FOMC, les Européens « gèrent un système bancaire qu'ils ont laissé prendre des proportions colossales par rapport aux PIB, comportant des déséquilibres spectaculaires entre les monnaies de libellé des actifs et passifs, et sans intention de prévoir les liquidités nécessaires en dollars pour leurs banques

afin d'anticiper une tempête telle que celle que nous traversons actuellement[9] ». De son côté, Ben Bernanke, un habitué des euphémismes, remarque que les financements en dollars dont a besoin le système bancaire européen sont « un nouveau facteur de la conjoncture actuelle[10] ». C'est une situation nouvelle dont les répercussions risquent d'être drastiques pour les États-Unis. Si la Fed n'agit pas, c'est une avalanche transatlantique des bilans qui menacera : dans ce scénario, les Européens épuiseront leurs prêts aux États-Unis et vendront leurs portefeuilles en dollars à des prix dangereusement bradés. C'est pour protéger ces portefeuilles d'actifs libellés en dollars qu'à compter de la fin 2007, la Fed commence à fournir des volumes sans précédent de liquidités en dollars non seulement au système financier américain, mais aussi mondial et surtout européen. En 2008, ce flux de dollars atteint de telles proportions qu'écrire une histoire distincte des crises américaine et européenne devient anachronique et foncièrement erroné[11].

II

La Fed donne à ses facilités de liquidités un éventail ébouriffant d'acronymes – dans les cercles d'initiés, ces programmes sont appelés les « hobbits ». Mais, classés par fonction, ils correspondent directement à chaque composant élémentaire du système bancaire parallèle : le marché des billets de trésorerie adossés à des actifs (les ABCP), le marché des titres adossés à des créances hypothécaires (les MBS), les contrats d'échanges de devises. Comme l'observent les économistes de la Fed, nous sommes loin de la politique monétaire traditionnelle où la Fed manipule les taux d'intérêt pour influencer les marchés. Au contraire, « l'expansion du bilan de la Réserve fédérale » est « un remplacement d'urgence des capacités perdues des bilans du privé par le public[12] ». La Fed s'insère dans les mécanismes du modèle bancaire fondé sur le marché. La relation entre l'État, représenté par la banque centrale, et les marchés financiers, est révélée au grand jour. La Fed n'est pas n'importe quelle branche du gouvernement. C'est la banque des banquiers, et à mesure que la crise s'intensifie, le marché monétaire se réorganise en conséquence et prend la forme de rayons attachés au moyeu – la Fed.

Les injections de liquidités de la Fed ont une ampleur et une variété telles que des problèmes de comptabilité apparaissent. Comment doit-on mesurer les programmes colossaux de la Fed ? Comme une action à son degré maximum d'exposition ? Comme un débit sur une période donnée au cours de la crise ? Ou faut-il simplement faire la somme totale de tous les prêts du début à la fin de la crise ? La première mesure aura tendance à minimiser l'image de l'intervention. La dernière donnera lieu au montant le plus élevé. Chaque mesure a son utilité[13]. Grâce aux archives obtenues auprès de la Fed à l'issue de poursuites judiciaires, nous sommes en mesure d'associer les trois nombres[14].

Les banques en difficulté obtenaient généralement une aide

de la banque centrale au guichet du réescompte. Là, la banque centrale achète et vend des titres contre des liquidités. Puisque c'est un signal classique de faiblesse, il est généralement réservé aux établissements qui ont besoin de liquidités de toute urgence. En 2008, ses principaux clients sont les grandes victimes américaines de la crise – AIG, Lehman Brothers, Countrywide, Merrill Lynch, Citigroup. Les établissements qui ne sont pas américains ont moins honte d'utiliser le guichet du réescompte. Ainsi, figurent en bonne place sur les comptes de la Fed deux des épaves européennes : la banque franco-belge Dexia et la branche irlandaise condamnée de Hypo Real Estate, Depfa[15].

Quand le marché des ABCP se ferme à l'automne 2007, la Fed comprend qu'elle doit créer de nouveaux instruments. Le premier est un dispositif temporaire d'adjudication appelé *Term Auction Facility* (TAF), qui donne aux banques un accès à des fonds à court terme qu'elles ne peuvent plus se procurer sur les marchés des ABCP. Éviter le déshonneur est une préoccupation essentielle. Un vaste ensemble de garanties, y compris des titres adossés à des actifs et des titres de créance garantis, sont acceptés, et plus les banques y participent, plus le TAF gagne en popularité. Entre décembre 2007 et mars 2010, le TAF prend une ampleur colossale. Le record atteint au printemps 2009 frôle 500 milliards de dollars. Si les prêts au titre du TAF, de diverses durées, sont convertis sur la base courante de vingt-huit jours, le montant total atteint 6 180 milliards de dollars en prêts à vingt-huit jours. Des centaines de banques américaines plus petites profitent du TAF, mais les principaux bénéficiaires sont les géants bancaires américains et européens, à commencer par Bank of America, Barclays, Wells Fargo et Bank of Scotland. Parmi les principaux emprunteurs, la part internationale est largement supérieure à 50 %[16].

Après la crise traversée par Bear Stearns, ce n'est pas seulement le marché des ABCP, mais aussi celui des accords de pension garantis, qui s'effondre. Ainsi, quand arrive l'été 2008,

la Fed intervient et s'érige en intermédiaire de mise en pension de dernier recours, et offre des accords de pension à vingt-huit jours contre des garanties de qualité (opérations d'open-market à tranche unique, ou ST OMO). En décembre, un total de 855 milliards de dollars a déjà été prêté, dont 70 % sont aux mains de banques étrangères. Cinq banques européennes sont majoritaires. À lui seul, le Crédit Suisse perçoit 30 % des liquidités fournies par la Fed.

Puisque les garanties favorisées par les marchés de mise en pension tripartite sont les bons du Trésor, la Fed crée un autre programme au printemps 2008, la facilité de prêt de titres à terme (*Term Securities Lending Facilit* y, TSLF), au titre de laquelle elle prête des bons du Trésor très bien notés à vingt-huit jours, en échange de divers MBS, y compris privés. Au total, grâce à ce mécanisme, 2 000 milliards de dollars de garanties d'excellente qualité sont déversés dans le système, et le programme atteint son paroxysme après la faillite de Lehman Brothers en septembre et octobre 2008. Sur les garanties fournies par la TSLF, 51 % bénéficient à des banques qui ne sont pas américaines. RBS, Deutsche Bank et le Crédit Suisse prennent à elles seules plus de 800 milliards de dollars.

Le principal filet de sécurité que la Fed met en place pour le marché des accords de pension pendant la crise est la facilité de crédit aux spécialistes en valeur du Trésor (*Primary Dealer Credit Facility*, PDCF)[17]. Elle est créée après la panique à Bear Stearns provoquée par le déclenchement des pouvoirs exceptionnels de la Fed au titre de la section 13 (3). La PDCF offre aux principaux opérateurs du marché des prises en pension un accès discret et illimité à des liquidités de la Fed à un jour, en échange d'un vaste éventail de garanties. Naturellement, les courtiers ne s'en privent pas. Le total des prêts au titre de la PDCF atteint 8 951 milliards de dollars. C'est une somme colossale, mais elle concerne des prêts à un jour et ils doivent être vus en relation avec les dépôts de sûretés quotidiens sur les marchés de mise en pension, dont le record est atteint en

mars 2008 à 4 500 milliards de dollars. L'encours maximum sur la PDCF est enregistré le 26 septembre 2008 et il est de 146,57 milliards de dollars. La PDCF se distingue car elle est le seul instrument de liquidités de la Fed qui soutient principalement des banques américaines, en particulier Merrill Lynch, Citigroup, Morgan Stanley et Bank of America. Mais les apparences sont quelque peu trompeuses, car la Fed permet aux filiales londoniennes de Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch et Citigroup de bénéficier de l'initiative. Ainsi, à distance, la Fed soutient le marché des prises en pension de la City.

Quand la crise des fonds communs de placement monétaires vient à bout du dernier pilier qui soutient le marché des billets de trésorerie, la Fed prend la décision inédite non seulement d'offrir un filet de sécurité aux banques et aux fonds communs de placement, mais aussi de participer directement aux activités de crédit. Elle crée son véhicule ad hoc – la facilité de refinancement des billets de trésorerie (*Commercial Paper Funding Facility*, CPFF) – afin d'acheter du papier commercial d'excellente qualité à court terme. Au total, la Fed fournit 737 milliards de dollars grâce à ce véhicule, avec un encours maximum de 348 milliards de dollars atteint en janvier 2009. Le premier utilisateur de ce système est le géant suisse UBS, qui absorbe 10 % des fonds de la Fed. Dexia en engloutit 7,3 %, contre 5 % chacune pour Fortis et RBS. Un groupe de banques européennes particulièrement sous tension accapare 27 % des sommes concernées par l'initiative. Au total, la part européenne avoisine 40 %.

Outre le marché hypothécaire, le marché plus global des titres adossés à des actifs s'est aussi immobilisé. Pour stimuler l'emprunt, la Fed met en place le 25 novembre 2008 le programme d'achat de titres adossés à des prêts hypothécaires (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility* , TALF), qui devient le véhicule utilisé pour l'ensemble le plus hétérogène de prêts parrainés par la Fed et le ministère américain des Finances.

Le TALF propose à un petit groupe d'emprunteurs des emprunts à cinq ans sans recours, garantis via l'achat de titrisations de crédits à la consommation d'excellente qualité, comme des prêts automobiles, étudiant ou liés à des cartes de crédit, ou des prêts accordés à des PME pour acheter des équipements et bâtir des installations. Cette initiative n'est pas celle qui prend le plus d'ampleur. Le total des prêts atteint 71,09 milliards de dollars. Mais le TALF regroupe les mesures d'aide parmi les plus aventureuses de la Fed. Les entreprises qui en tirent parti sont exclusivement américaines, à commencer par Morgan Stanley, PIMCO et CalPERS.

Enfin, début 2009, la Fed entreprend de délaisser les liquidités d'urgence au profit de ce qui est à terme appelé la première phase de l'assouplissement quantitatif : la Fed achète et conserve sur son bilan de grandes quantités de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS). Pour une banque centrale, acheter des titres est un mécanisme classique de la politique monétaire. Mais cette opération va prendre une envergure absolument inédite et concerner un éventail bien plus vaste d'actifs. Outre des titres du Trésor, la Fed achète 1 850 milliards de dollars de MBS certifiés par des GSE entre début 2009 et juillet 2010. La troisième semaine d'avril 2009 détient le record d'achats et le pic des avoirs (net de ventes) est atteint en juin 2010 à 1 129 milliards de dollars. Il est crucial de noter que la Fed ne se contente pas d'injecter des liquidités : elle absorbe aussi sur son bilan les décalages d'échéances, qui ont fait beaucoup de dégâts sur les marchés, notamment celui des ABCP. La Fed prend en charge l'actif à long terme en échange de liquidités immédiates.

L'assouplissement quantitatif est généralement considéré comme une politique purement « américaine », le symbole de l'audace de la Fed. Cette méthode vaut à Ben Bernanke les réprimandes régulières de décideurs européens. Mais au vu de l'analyse qui précède, il n'est pas surprenant que 52 % des MBS vendus à la Fed dans le cadre de l'assouplissement quantitatif le soient par des banques étrangères, les Européens étant loin en

tête. La Deutsche Bank et le Crédit Suisse sont les deux premiers vendeurs et ils ont une bonne longueur d'avance sur tous leurs rivaux américains. Barclays, UBS et BNP Paribas occupent respectivement la huitième, neuvième et dixième places. Après avoir maintenu à flot les institutions fondamentales du secteur bancaire parallèle pendant la phase la plus aiguë de la crise en 2008, la Fed travaille désormais en étroite coopération avec les géants bancaires européens pour démêler le bilan transatlantique.

III

Au sein du réseau de la finance transatlantique, tout le monde ne peut pas profiter des facilités que la Fed propose aux banques internationales les plus prestigieuses implantées à New York. De la même manière, tout le monde ne dispose pas des garanties exigées par la Fed. Consentir des prêts aux banques européennes les plus fragiles sans sûretés adaptées aurait exposé la Fed à de graves risques. Mais refuser des aides sous forme de liquidités aux banques les plus faibles revient à flirter avec la catastrophe. Ainsi, dès 2007, la Fed réinvente un instrument qui avait été créé à l'époque de Bretton Woods. Pour gérer le système monétaire à parité fixe dans les années 1960, les banques centrales avaient mis en place des accords d'échange de devises qui permettaient à la Fed de prêter des dollars à la Banque d'Angleterre contre un dépôt en livres sterling sur les comptes de la Fed[18] . Ces lignes de *swap*, abandonnées dans les années 1970, ont été brièvement restaurées en 2001 pour gérer les répercussions des attentats du 11 septembre. Face à l'implosion du système bancaire transatlantique, ils sont remis à l'ordre du jour et développés à une échelle colossale pour répondre aux besoins de financement non pas des États souverains, mais des géants bancaires européens. Tim Geithner l'explique à ses collègues de la Fed :

« Les filiales américaines de nombreux établissements européens parmi les plus faibles actuellement sont confrontées à une grave pénurie de dollars et sont venues nous demander un accès à des liquidités considérables. Quand elles ont des quantités notables de [...] garanties ayant une bonne valeur sur le marché par rapport aux besoins, nous pouvons répondre à ces besoins [en particulier via le TAF décrit plus haut]. Quand leurs besoins dépassent ou risquent de dépasser la valeur de leurs sûretés sur le marché, nous discutons avec la banque centrale du pays d'origine. Pour que nous répondions à ces besoins, et s'il y a sur ce marché des garanties proportionnelles à ces besoins, alors le mieux est que la banque centrale locale fournisse les liquidités

nécessaires en échange des garanties [...] et que nous versions l'équivalent en dollars des garanties de la banque centrale[19]. »

Ayant atteint les montants maximums de dollars qu'elle peut verser directement aux banques vacillantes de l'Europe, la Fed prête désormais à la BCE, à la Banque d'Angleterre, à la Banque nationale suisse et aux banques centrales de Scandinavie, qui réacheminent ensuite les précieuses liquidités en dollars vers les mégabanques européennes[20]. La Fed et les banques centrales qu'elle soutient conviennent d'un taux de change. La banque centrale d'un pays européen qui a besoin de dollars dépose le montant requis de sa devise sur un compte au nom de la Fed. La Fed crédite cette banque centrale de la somme équivalente en dollars. Les deux camps prévoient d'inverser l'échange à une date future au taux de change convenu. Les conditions sont détaillées simplement, dans un contrat qui ne fait pas plus de sept pages[21]. La Fed perçoit un intérêt majoré qui fait en sorte que les lignes de *swap* ne servent qu'en l'absence de financement sur les marchés. Les banques centrales d'Europe transfèrent enfin ce coût aux banques qui sont les véritables bénéficiaires des dollars.

C'est la Fed qui est à l'origine du programme de lignes de *swap*. Après l'annonce désastreuse de BNP Paribas en août 2007, la Fed observe régulièrement au petit matin des pics des coûts du financement en dollars, qui posent problème à l'ouverture des marchés américains au milieu de la journée des Bourses européennes. Il est révélateur que la première réaction de la BCE soit le scepticisme. Comme le décrit un journaliste américain, la proposition de la Fed « va à l'encontre d'une campagne déterminée » de la BCE « visant à attribuer aux États-Unis la responsabilité de la Grande panique ». La réponse de la BCE à la Fed est brutale : « Ce problème concerne le dollar. C'est votre problème[22]. » Mais Ben Bernanke le remarque plus tard, la BCE « a du mal à comprendre que l'Europe subira de graves tensions et ne sera pas désolidarisée des États-Unis[23] ». En ce qui concerne les crédits réciproques, cette attitude ne se prolonge pas au-delà de 2007. Les premiers accords sont conclus avec la BCE et

la Banque nationale suisse en décembre de cette année[24]. Quand la crise s'intensifie en septembre 2008, les facilités d'échange sont rapidement étendues pour atteindre la capacité totale de 620 milliards de dollars. Le 13 octobre 2008, alors que les Européens dévoilent leurs programmes de garanties et que Hank Paulson, Ben Bernanke et Tim Geithner persuadent les banquiers américains de prendre leur dose de capitaux au titre du TARP, même ce plafond est levé. Quatre banques centrales – la BCE, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse – obtiennent un accès illimité aux dollars.

Les crédits réciproques permettent de rassurer les marchés. Mais ils jettent aussi l'ombre d'un doute sur les banques centrales qui ne bénéficient pas de la mesure. La fermeture du marché monétaire touche l'intégralité du système financier. Où les banques centrales des principales économies émergentes sont-elles censées trouver leurs dollars ? Il est impensable qu'une nation comme la Corée du Sud contacte le FMI étant donné les souvenirs récents de la crise financière asiatique en 1997 et 1998[25]. Ainsi, le 29 octobre, l'offre de la Fed est élargie à quatre banques centrales essentielles du monde émergent : le Brésil, la Corée du Sud, le Mexique et Singapour[26]. À terme, quatorze banques centrales participent au programme[27].

L'encours total sur le réseau des crédits réciproques en dollars atteint son paroxysme en décembre 2008, à 580 milliards de dollars. Ils atteignent brièvement 35 % du bilan de la Fed. Mais même ces sommes colossales ne rendent pas justice à l'envergure de l'initiative. L'essence des crédits réciproques consiste à favoriser l'accès à des financements à court terme en dollars. Pendant que la Fed de New York et ses homologues du monde entier travaillent d'arrache-pied, de nouveaux financements en dollars sont quotidiennement injectés dans le système. En une seule semaine fin octobre 2008, à mesure que les dollars provenant autrefois des marchés monétaires américains s'écoulent à vitesse grand V du système bancaire mondial, la Fed

prête 850 milliards de dollars au moyen des crédits réciproques. C'est cette circulation de fonds qui permet à la Banque d'Angleterre, à la BCE et à la Banque nationale suisse de répondre à des demandes spectaculaires de dollars sans vider pour autant leurs réserves de change. Mais sans les facilités d'échange, la demande mensuelle de dollars entre septembre 2008 et mai 2009 aux adjudications organisées par la BCE aurait vidé plusieurs fois ses réserves.

Réserves de change en Europe et devises versées aux banques commerciales

	USD versés aux banques commerciales par la BCE (en milliards de $)	Francs suisses fournis à des enchères signalées par la BCE (conversion en milliards de $)	Réserves en devises de l'Eurosystème (en milliards de $)
Fin			
Sept. 2008	150,7	0	210,3
Oct. 2008	271,2	17,4	210,2
Nov. 2008	244,0	19,2	204,2
Déc. 2008	265,7	25,8	202,0
Jan. 2009	187,3	27,8	191,1
Fév. 2009	144,5	32,5	186,4
Mar. 2009	165,7	33,1	189,2
Avr. 2009	130,1	33,0	187,9
Mai 2009	99,7	35,4	191,9
Juin 2009	59,9	29,9	192,5
Juil. 2009	48,3	18,6	197,9
Août 2009	46,1	15,4	197,8
Sept. 2009	43,7	10,1	195,0

Source : W. A. Allen et R. Moessner, « Central Bank Co-operation and International Liquidity in the Financial Crisis of 2008 – 9 », document de travail de la BRI, n° 310, mai 2010, tableau 12.2.

L'absence de crise monétaire euro-dollar ou livre-dollar est l'un des points remarquables de 2008. Ce n'est pas un hasard : c'est grâce aux crédits réciproques. Ce que la Fed a fait pour les marchés monétaires est reproduit par les banques centrales pour l'approvisionnement mondial des banques en dollars. Elles absorbent le déséquilibre monétaire des bilans bancaires européens directement sur leurs comptes. Les mesures compensatoires du secteur public font en sorte que les déséquilibres du privé ne créent pas une crise généralisée.

L'ampleur du flux de crédits compensatoire est époustouflante. En septembre 2011, le total des prêts (et remboursements) au titre de la facilité d'échange atteint 10 000 milliards de dollars à diverses échéances. Rapportée à l'échéance standard de vingt-huit jours, la somme équivaut à 4 450 milliards de dollars de prêts à un mois. Quel que soit le mode de calcul, le principal bénéficiaire est de loin la BCE. Chaque centime de flux financier spectaculaire est intégralement remboursé. La Fed enregistre même des bénéfices d'environ 4 milliards de dollars sur les prêts réciproques de 2008-2009. Mais ce récit sobre ne rend pas compte de l'aspect théâtral de cette innovation. Parce que sa réaction à la crise est improvisée, la Fed réaffirme le rôle du dollar comme devise de réserve dans le monde et fait de la banque centrale des États-Unis le nœud central et vital du réseau libellé en dollars. Étant donné le volume d'autant plus important de transactions quotidiennes sur les marchés financiers mondiaux, ce n'est pas le seul effort qui compte. Les programmes de la Fed sont décisifs car ils assurent aux principaux acteurs du système mondial – les banques centrales et les grandes banques multinationales – que si les financements privés viennent à manquer de façon inopinée, un acteur du système peut prendre en charge les déséquilibres marginaux grâce à un stock illimité de liquidités en dollars. C'est précisément le rôle du prêteur mondial de dernier recours.

La Fed prêteur mondial de dernier recours : accords de crédits réciproques avec les banques centrales de décembre 2007 à août 2010 (en milliards de dollars)

	Montant brut du *swap*	Harmonisation en *swap* à 28 jours
BCE	8 011	2 527
Banque du Japon	387	727
Banque d'Angleterre	919	311
Banque nationale suisse	466	244
Banque de Suède	67	202
Banque de Corée	41	124
Banque d'Australie	53	122
Banque du Danemark	73	95
Banque de Norvège	30	68
Banque du Mexique	10	30
Total	**10 057**	**4 450**

Source : Réserve fédérale des États-Unis.

IV

Avant la crise, le système transatlantique offshore en dollars n'a pas de centre manifeste où sont prises les décisions. Ce système s'était d'ailleurs développé offshore pour éviter les régulations et réglementations nationales. Après 2008, il s'organise ouvertement autour de la Fed et de ses apports en liquidités. « En un sens, note un responsable européen de banque centrale, nous sommes devenus le treizième district de la Réserve fédérale[28]. » Mais si c'est le cas, le grand public américain n'a pas été informé de l'extension du territoire monétaire de son pays. Les aspects politiques de la réponse de la Fed à la crise, ou plutôt l'absence de légitimation politique explicite, sont remarquables. L'apport de liquidités qui est injecté en urgence dans l'économie internationale par la Fed entre 2007 et 2009 est enveloppé dans la plus grande obscurité. En juillet 2009, quand Ben Bernanke est mis au défi par Alan Grayson – représentant démocrate de la Floride au Congrès qui fait campagne – d'expliquer « qui a perçu » l'argent des crédits réciproques, le président de la Fed peut répondre « je ne sais pas[29] ». La destination finale des milliers de milliards de dollars qui ont circulé entre les banques centrales et le système mondial n'est pas sous la supervision directe des États-Unis. Il ne fait aucun doute que la Banque nationale suisse achemine les dollars reçus de la Fed vers ses géants bancaires en difficulté, UBS et le Crédit Suisse[30]. Mais du point de vue de la Fed, il vaut mieux, et de loin, que les lignes de *swap* soient conclues avec une banque centrale plutôt qu'avec les banques fragiles elles-mêmes.

Comme le décrit Neil Irwin, « L'ampleur des prêts consentis aux banques étrangères [...] était un secret jalousement gardé, même par rapport aux pratiques cachottières de la Fed [...]. Pendant la panique, cette information est confidentielle – la révéler au grand public aurait été particulièrement explosif – au point que seules deux personnes peuvent y accéder dans chaque banque centrale, parmi la douzaine concernée[31]. » La Fed

utilise tous les moyens légaux à sa disposition pour éviter que des informations détaillées sur son soutien aux banques nationales et étrangères soient connues du grand public. Le parlementaire Ron Paul, libertarien virulent et partisan de l'étalon-or, mène une campagne énergique en faveur de la transparence de la Fed, que Ben Bernanke fait de son mieux pour repousser. Il faut attendre juin 2009 pour que la Fed commence à publier des rapports réguliers sur le recours aux crédits réciproques. Les archives plus complètes relatives aux programmes d'urgence de la Fed, sur lesquelles ce chapitre est fondé, ne sont pas ouvertes au public avant décembre 2010 et mars 2011. Elles sont publiées à la suite de la loi Dodd-Frank de 2010 et d'un procès sur la liberté de l'information engagé par le groupe de presse Bloomberg. La Fed et la New York Clearing House Association, un lobby bancaire, contestent ces poursuites jusqu'à la Cour suprême des États-Unis[32]. Pour défendre ses pratiques mystérieuses, la Fed fait valoir que révéler les informations exigées par Bloomberg mettrait en danger ses efforts visant à apaiser les marchés financiers, car leur divulgation révélerait quelles banques avaient le plus besoin d'apports de liquidités. Les tribunaux tranchent en faveur de Bloomberg et la Fed se plie au verdict à contrecœur. Cette conclusion offre un aperçu inédit des activités de la banque centrale primordiale dans le monde durant une période où les tensions sont à leur comble. C'est une échographie quantitative des convulsions qui secouent le système financier atlantique. Aucune archive de ce type n'est accessible pour la BCE ou la Banque d'Angleterre. Outre les généralités du « stress et de la stabilité systémiques », les données soulignent l'importance des banques individuelles, la mesure des pressions qu'elles subissent et l'ampleur des aides fournies par la Fed.

Au sommet de la liste se trouvent Citigroup et Bank of America, et deux banques d'affaires américaines en grande difficulté, Merrill Lynch et Morgan Stanley, ainsi que leurs filiales londoniennes respectives. Suit une liste complète

des principaux acteurs européens et américains sur la scène mondiale des activités bancaires en dollars. Sur les liquidités à un mois et à trois mois que la Fed verse aux grandes banques, les européennes absorbent la majorité des fonds. Les établissements européens et les activités londoniennes des principales banques d'affaires américaines représentent 23 % de la PDCF à un jour. Quand cette aide s'ajoute aux montants spectaculaires des accords de crédits réciproques mis en place pour les banques centrales de l'Europe, la conclusion est incontestable. En 2008, la Fed n'essaie pas de contenir deux crises, l'une américaine et l'autre européenne, mais bien un ouragan qui se déchaîne dans le système financier nord-atlantique reposant sur le dollar.

Soutien aux banques :
facilités de trésorerie de la Fed et leurs bénéficiaires

	Financement de billets de trésorerie à trois mois	Dispositif temporaire d'adjudication en milliards de $ par mois	Opérations d'*open market* à versement unique en milliards de $ par mois	TSLF en milliards de $ par mois	PDCF à un jour
Bank of America	15	487	40	87	716
Citigroup	33	195	8	297	1 757
Citigroup (Londres)					263
Wells Fargo		304			
Wachovia		224			
JPMorgan Chase		171	3	60	
State Street		79			
Bank of NY Mellon		0			
Goldman			53	186	434
Goldman (Londres)					156
Lehman			31	87	83
Merrill Lynch			12	154	1 487
Merrill Lynch (Londres)					594
Morgan Stanley	4		41	101	1 364
Morgan Stanley (Londres)				548	
Bear Stearns				2	960
Barclays	39	313	67	159	410
RBS	39	153	70	250	
HBOS		262	66		
Credit Suisse		0	259	225	
UBS	72	94	57	109	35
Deutsche Bank		115	101	239	
Commerzbank	4	119			
Dresdner	9	171	5		
Depfa		52			
BNP		63	97	35	66
Société Générale		217			
Dexia	54	132			
Fortis	39	108			
Total	**737**	**6 180**	**910**	**2 006**	**8 951**
Total des grandes banques	**253**	**3 259**	**910**	**2 006**	
Grandes banques non américaines	**201**	**1 799**	**656**	**1 017**	**2 072**
% de banques non américaines	**79**	**55**	**72**	**51**	**23**

Source : Réserve fédérale des États-Unis et calculs de l'auteur.

Ces données ne sont pas seulement explosives parce qu'elles révèlent ce qu'a dû faire la Fed pour éviter le déraillement d'un

système financier mondialisé. Elles sont aussi remarquables parce qu'elles font la lumière sur les dynamiques politiques qui accompagnent les sauvetages en Europe. Là-bas, les P-DG obstinés de la Deutsche Bank et de Barclays revendiquent un statut exceptionnel car ils ont évité d'être aidés par leur gouvernement national. Mais les données de la Fed révèlent que ces vantardises sont creuses. Ces banques évitent peut-être la recapitalisation parrainée par l'État, mais toutes les grandes banques dans le monde acceptent des injections de liquidités à grande échelle de leur banque centrale, directement ou indirectement, via des lignes de *swap* avec la Fed. Grâce aux archives de la Fed, on peut suivre l'apport de liquidités versé à une banque comme Barclays au jour le jour, ce qui dévoile un premier pic d'emprunts pendant la crise de Bear Stearns et un second après la faillite de Lehman Brothers.

L'anatomie des mesures secrètes d'apport de liquidités de la Fed présente sous un tout autre jour le débat généralisé en 2008 sur l'avenir du système reposant sur le dollar. Naturellement, les États-Unis sont confrontés à un chœur mondial de critiques. Selon les réformistes, l'instabilité financière mondiale a pour origine la dépendance excessive au dollar comme devise de réserve. Les États-Unis en tirent un privilège démesuré, que le pays exploite de manière irresponsable, faisant ainsi augmenter les déficits et les emprunts à l'étranger. En 2009, le responsable de la banque centrale chinoise et une commission spéciale des Nations unies font des propositions en vue de créer un nouveau système monétaire mondial[33]. Les Russes aiment cette idée, ainsi que les Européens de l'Ouest[34]. En septembre, Peer Steinbrück déclare à des journalistes : « Dans dix ans, nous verrons l'année 2008 comme une rupture fondamentale. Je ne dis pas que le dollar ne sera plus une monnaie de réserve, mais ce statut sera relatif[35]. » Deux mois plus tard, Nicolas Sarkozy déclare à l'approche du G20 : « Je pars demain à Washington pour expliquer que le dollar qui, au lendemain de la Seconde Guerre mondiale à Bretton Woods, était la seule monnaie du

monde, ne peut plus prétendre à être la seule monnaie du monde. […] Ce qui était vrai en 1945 ne peut plus être vrai aujourd'hui[36]. »

Manifestement, le système financier reposant sur le dollar traverse une crise existentielle. Pour les sceptiques et les critiques avérés de la puissance américaine, c'est une occasion immanquable de marquer des points contre la finance anglo-saxonne. Mais étant donné la forte dépendance des banques (notamment Deutsche Bank et BNP Paribas) au soutien de la Fed, et la facilité colossale de crédits réciproques dont bénéficie la BCE, Peer Steinbrück ou Nicolas Sarkozy sont complètement déconnectés de la réalité. Au début du XXIe siècle, la dominance du dollar ne repose pas sur l'accord de Bretton Woods datant de 1944 ou sur les institutions qui en découlent, telles que le FMI. La fondation du dollar mondial est le secteur bancaire privé et le réseau des marchés financiers, matérialisé par l'axe que forment Wall Street et la City. C'est une création conjointe de la finance américaine et européenne, construite délibérément en dehors du contrôle de l'État. Ce qui arrive à l'automne 2008 n'est pas la relativisation du dollar mais l'inverse, une réaffirmation spectaculaire du rôle décisif de la banque centrale des États-Unis. Loin de dépérir, la Fed réagit d'une manière qui donne une toute nouvelle dimension au dollar mondial.

On peut pardonner à Peer Steinbrück et à Nicolas Sarkozy de ne pas avoir perçu l'importance du moment, car la Fed a agi dans le plus grand secret et sans demander l'autorisation du grand public aux États-Unis ou à l'étranger. Le débat mondial sporadique sur les solutions de remplacement du dollar est le prix que paie la Fed pour avoir mené une campagne de stabilisation confidentielle. Au Congrès, le TARP fait polémique, mais personne ne mentionne les injections colossales de liquidités auxquelles la Fed procède dans le monde. Un haut responsable de la Fed de New York le note, la Fed est comme un « ange gardien[37] ». Si certains membres du Congrès comprennent ce qui se passe, ils s'abstiennent de débattre en

public des mesures prises par la Fed. La réalité de la politique financière mondiale disparaît dans une « spirale du silence » qui convient tant à la Fed qu'à ses collaborateurs : ils peuvent ainsi dissimuler la réalité d'une interdépendance radicale et explicitement hiérarchique.

Chapitre 9

LA CRISE EUROPÉENNE OUBLIÉE : L'EUROPE DE L'EST

En octobre 2008, les lignes de *swap* de la Fed définissent une relation de dépendance et d'interdépendance entre la banque centrale des États-Unis et un grand club de contreparties privilégiées parmi les banques centrales. Mais cet état de fait pose des questions : qui fait partie de ce club et qui en est exclu ? Quels sont les critères d'adhésion à ce groupe du crédit réciproque[1] ? Le 28 octobre 2008, Nathan Sheets, directeur de la division de la finance internationale à la Fed, rédige une courte liste de trois critères permettant de bénéficier des crédits réciproques[2] :

« 1. Avoir une masse économique et financière importante risquant de contaminer les États-Unis ;
2. Être gérés par des politiques "prudentes", de manière à ce que les problèmes rencontrés soient clairement le résultat d'une contagion des États-Unis et "d'autres économies avancées", justifiant ainsi une aide des États-Unis ;
3. Les problèmes des banques locales doivent concerner une pénurie de dollars, de manière à ce que des crédits réciproques puissent réellement changer la donne. »

En dernier lieu, la Fed doit justifier ses mesures en termes d'avantages pour l'économie américaine. Certaines économies sont trop modestes pour bénéficier de mesures. Certains pays sont en difficulté à cause d'un effondrement des échanges ou du cours des matières premières, des tensions qui ne peuvent être résolues au moyen de crédits réciproques. Mais c'est le point n° 2, sur l'importance des « politiques prudentes », qui ouvre la voie à la discrimination politique. La définition de la prudence est sans

aucun doute une question de perspective. Fin 2009, deux analystes américains qui participent au Conseil national du renseignement (*National Intelligence Council*, NIC) le confirment : « Les divisions artificielles entre la politique “économique” et “étrangère” sont une fausse dichotomie. » Déterminer « qui bénéficie des crédits réciproques » est autant « une décision économique qu’une question de politique étrangère[3] ». La Fed sait parfaitement qu’elle s’engage sur le terrain de la géopolitique avec les crédits réciproques. Chacune des quatorze banques centrales européennes, latino-américaines et asiatiques retenues est approuvée par le Trésor et le ministère américain des Affaires étrangères. Elles présentent peu de risques. La Fed fait tout son possible pour dissuader toute autre candidature. Néanmoins, deux pays remettent un dossier et sont rejetés. Leur identité reste sous le sceau du secret. Mais il est évident que certains pays ne seront jamais ajoutés à la liste de la Fed, quelles que soient leur taille ou les répercussions de la crise.

I

Le 14 novembre 2008, Nicolas Sarkozy accueille le président russe, Dmitri Medvedev, qui doit ensuite se rendre au sommet du G20 à Washington. Les deux dirigeants se félicitent de l'accord de paix négocié en Géorgie par Sarkozy en août. Mais ce n'est pas le seul sujet d'entente franco-russe. Le président français se montre aussi favorable aux initiatives récentes de Moscou sur la question des devises[4]. Durant l'été, face au prix record du pétrole, Medvedev a encouragé une diversification des monnaies de réserve et une utilisation plus soutenue du rouble. Quelques jours avant d'arriver en France, le président russe prononce un discours devant le parlement russe où il établit des parallèles entre la crise géorgienne et la débâcle financière mondiale. Ce sont « deux problèmes très différents », déclare Medvedev à l'Assemblée fédérale de Russie en novembre 2008, mais ils ont « des caractéristiques communes » et « une origine commune » : le postulat selon lequel le gouvernement américain « refuse d'accepter la critique et préfère les décisions unilatérales[5] ». Ces propos font leur effet devant les nationalistes russes, mais les objections sont aussi rares en Europe. Lors du sommet de Nice, Medvedev précise que sur les questions monétaires, « les positions russes et européennes [sont] quasiment les mêmes ». Mais il omet que si les banques françaises peuvent compter sur des liquidités illimitées en dollars grâce à la Fed, les banques russes sont livrées à elles-mêmes.

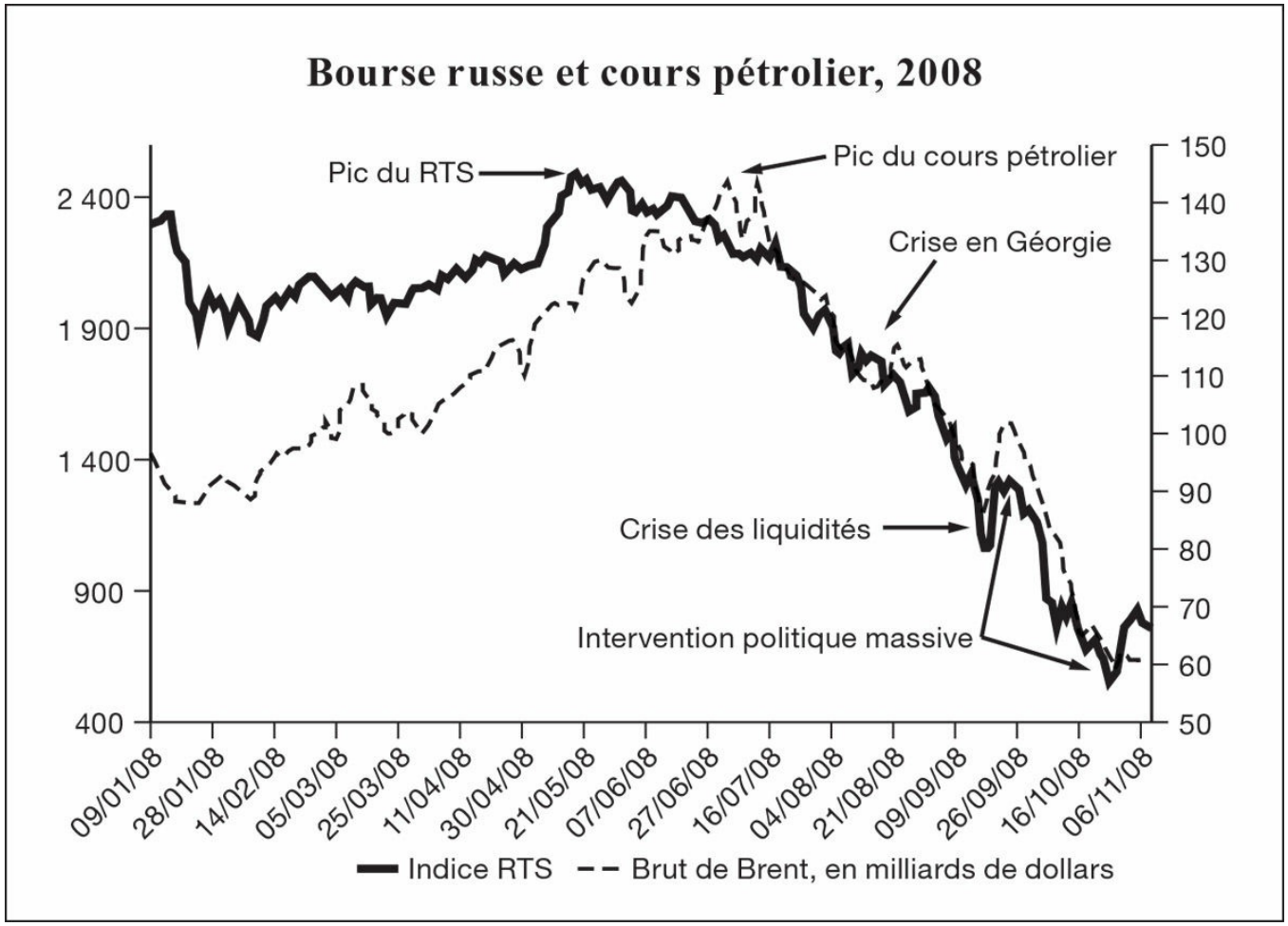
L'assurance grandissante de Moscou est portée par le pic du cours pétrolier à 145 dollars le baril, mais la crise est un grave revers. Fin 2008, les prix du pétrole replongent et touchent le fond le 21 décembre, à 34 dollars. Les revenus tirés des ressources naturelles correspondant à 20 % du PIB russe, l'impact du cours effondré des matières premières est catastrophique. Les recettes fiscales par tonne de pétrole chutent de 80 %[6]. Mais l'État russe a les moyens de s'en sortir. Contrairement à la situation de 1998, Moscou dispose en 2008 de

réserves financières suffisantes pour résister aux pressions de la crise mondiale. À leur pic, les réserves russes de devises sont estimées à 600 milliards de dollars. Ce n'est pas l'État mais le secteur mondialisé des affaires qui est en difficulté.

Quand les prix pétroliers plongent, la Bourse russe en fait autant. Le 15 septembre, le marché russe a déjà subi une baisse de 54 % par rapport à son record en mai 2008. Les jours suivant la faillite de Lehman Brothers, les transactions boursières sont si instables que les régulateurs de Moscou décident de les suspendre. Quand les marchés rouvrent le 19 septembre, les fluctuations se poursuivent. Le 6 octobre, la Bourse perd 18 % en une journée[7]. Selon une estimation fréquemment citée, la fortune cumulée des oligarques russes passe de 520 milliards de dollars début 2008 à 148 milliards de dollars début 2009[8]. Mais outre le pétrole, les investisseurs craignent les répercussions probables d'une forte dévaluation du rouble sur les bilans russes. C'est le secteur privé et non public qui est en danger.

Au troisième trimestre 2008, les banques de Russie, les producteurs de matières premières et les conglomérats industriels ont contracté des dettes extérieures atteignant 540 milliards de dollars, la moitié étant due par des industriels russes et le reste par des banques. Cette montagne de dettes équivaut aux réserves officielles de la Russie et environ au bilan de Lehman Brothers. Une part non négligeable correspond à des dettes à court terme. Ayant adopté le modèle bancaire fondé sur le marché, les banques russes sont particulièrement menacées et elles doivent refinancer 72 milliards de dollars arrivant à échéance fin 2008[9]. Outre les banques, la liste des emprunteurs de dollars sous tension regroupe tous les oligopoles russes : Gazprom (55 milliards de dollars), Rosneft (23 milliards de dollars), Rusal (11,2 milliards de dollars), TNK-BP (7,5 milliards de dollars), Evraz (6,4 milliards de dollars), Norilsk (6,3 milliards de dollars) et Lukoil (6 milliards de dollars). Les prix en forte baisse des matières premières font chuter tout autant leurs recettes et une dévaluation du rouble risque de mettre d'autant

plus sous pression ceux qui facturent dans la monnaie locale et non en dollars – un problème considérable pour Gazprom, premier fournisseur russe de gaz.



Source : La Banque mondiale en Russie, *Russian Economic Report* n° 17, novembre 2008, figure 2.1. Données : RTS, Thomson Datastream.

Comme en Occident, la crise et les conditions du sauvetage posent la question de l'équilibre des pouvoirs. Pour certains, il semble que le Kremlin soit uniquement résolu à sauver la peau de ses alliés, aux dépens du contribuable russe[10]. À cet égard, l'histoire russe est une version encore plus corrompue et brutale du spectacle qui se déroule aux États-Unis[11]. Comme les barons de Wall Street, les oligarques de Russie ont besoin de l'aide publique et le régime vient à leur secours. Certes, la Russie évite toute faillite spectaculaire et des ressources publiques considérables sont déployées pour s'en assurer. Mais si l'on met

en parallèle les événements russes et ceux des États-Unis et de l'Europe, on est moins frappé par la gestion autonome de la crise par les Russes que par la franchise avec laquelle la question du pouvoir est ventilée en Russie, ainsi que la volonté manifeste du président Medvedev et du Premier ministre Poutine de faire pencher la balance en leur faveur. Depuis la rupture du conglomérat pétrolier Yukos en 2003, aucun des oligarques n'ose défier le Kremlin. En 2008, Medvedev et Poutine renforcent d'autant plus leur emprise. Ils offrent certes une protection financière, mais elle a un prix.

Le pilier de la stratégie du Kremlin pour lutter contre la crise consiste à éviter une spirale mortelle enchaînant dévaluation et faillite. Pendant la première phase de la crise, la banque centrale déploie ses amples réserves de devises afin de compenser la chute du rouble. Grâce à cette mesure, malgré la chute de 64 % du cours pétrolier entre octobre et décembre 2008, le rouble ne perd que 6 % face au dollar[12]. Moscou laisse ensuite le rouble chuter en janvier 2009 et le dévalue de 34 % avant d'atteindre la stabilisation en février. Comme toute mesure de sauvegarde efficace, il y a un prix à payer. Pour amortir la chute, la banque centrale utilise 212 milliards de dollars de ses réserves, soit 35 % du total. Mais cette méthode lui permet de gagner du temps et les emprunteurs de dollars peuvent réduire leur demande ; l'État a ainsi un peu de temps pour lancer sa réponse[13].

Un point clé de ce programme est une demande du Kremlin, qui exige que les oligarques consacrent une grande partie de leur fortune à la stabilisation du marché boursier. Des rumeurs laissent entendre qu'une « réunion obligatoire se tient au Kremlin toute la nuit » le 16 septembre (jour du sauvetage d'AIG), où « les oligarques reçoivent l'ordre d'injecter des liquidités dans leurs actions en baisse, d'acheter directement des institutions financières ou simplement de débourser des liquidités et/ou des actions[14] ». À la suite de cet « autosauvetage » des oligarques, le gouvernement met en œuvre des reprises et des sauvetages ciblés dans les banques russes les plus petites et les plus faibles.

La coordination est assurée par l'établissement public Vneshekonombank (VEB), où le conseil d'administration est présidé par Poutine, alors Premier ministre. Cinq milliards de dollars servent à prendre le contrôle de Sviaz Bank, Globex Bank e t Sobinbank. Ensuite, le fonds de garantie est recapitalisé et le plafond d'assurance est relevé à 28 000 dollars. Une ligne de crédit de la banque centrale évaluée à 50 milliards de dollars permet à la banque VEB de servir de filet de sécurité ; la somme supplémentaire de 35,4 milliards de dollars est accessible à des taux élevés sous forme de créance subordonnée pour les entreprises en difficulté appartenant à des oligarques. Les emprunts sont remboursables sous un an et convertibles en actions majoritaires[15]. Ce n'est pas un rachat de l'État, mais une menace conditionnelle et une démonstration brute de force.

L a VEB injecte 4,5 milliards de dollars dans Rusal, une entreprise d'exploitation de l'aluminium dont l'actionnaire majoritaire est Oleg Deripaska, afin de désagréger des financements étrangers qu'elle avait utilisés pour acheter 25 % du géant minier Norilsk Nickel. La VEB accorde aussi 2 milliards de dollars à l'Alfa Group de Mikhaïl Fridman pour qu'il puisse rembourser la Deutsche Bank et sauver les importants intérêts d'Alfa dans la deuxième société russe de téléphonie mobile, VimpelCom, qu'il aurait peut-être fallu perdre afin qu'elle serve de garantie. À mesure que les investissements chutent et que les activités économiques nationales s'étiolent, le taux de chômage est multiplié par deux. C'est particulièrement inquiétant dans les villes qui ne vivent que d'une industrie – un héritage urbain de l'industrialisation staliniste[16]. Le 16 octobre 2008, Igor Sechin, bras droit de Poutine, convoque une réunion de réflexion avec tous les acteurs de l'industrie automobile à Togliatti, où siège AvtoVAZ, héritière insolvable de l'industrie automobile soviétique. Il annonce un prêt immédiat d'un milliard de dollars pour AvtoVAZ, consenti par la VEB afin que l'usine reste ouverte et que ses 100 000 salariés continuent de travailler[17]. À la fin de la crise, le sauvetage de l'industrie

automobile russe aura coûté 1,7 milliard de dollars.

Après le choc pétrolier, le budget fédéral russe est réorganisé sur la base d'un prix moyen du baril de 41 dollars, contre 95 dollars dans le budget de juin 2008. Face à la chute des recettes fiscales, Poutine, alors Premier ministre, s'attribue le mérite d'un grand plan de relance budgétaire. Un quart du budget public, qui est établi à 9 700 milliards de roubles, est consacré à lutter contre la crise au moyen de la création d'emplois, de subventions industrielles et de réductions d'impôts. Par rapport à la taille de son économie, souvent comparée à celle de l'Espagne et du Texas, la réaction russe à la crise est l'une des plus monumentales au monde et elle éclipse les mesures des gouvernements d'Europe de l'Ouest[18]. La stratégie russe penche largement en faveur des entreprises les plus grandes et les mieux connectées, qui figurent sur une liste de 295 entreprises d'importance nationale et de 1 148 sociétés d'importance régionale. C'est un plan de relance pyramidal qui donne priorité à une logique commerciale et Moscou indique sans détour aux oligarques qu'ils doivent rendre la pareille. Le Kremlin n'hésite d'ailleurs pas à les désigner par leur nom. Poutine en isole quatre : « Vladimir Potanine (Interros Holding), Léonid Lebedev (Sintez Group), Mikhaïl Prokhorov (Onexim Group) et Viktor Vekselberg (Renova Group). […] Je vous connais tous depuis de nombreuses années et nous travaillons toujours ensemble. Permettez-moi de vous rappeler que dans les conditions difficiles de la crise, nous avons fait tout notre possible pour vous soutenir ainsi que vos différentes activités. La crise recule. Ce n'est pas encore fini, mais c'est en bonne voie. » Poutine s'attend donc à ce qu'ils respectent leurs engagements. « Nous avons accepté de faire des compromis pour vous. Nous avons prolongé les délais pour les investissements. Il n'y aura pas d'autre ajustement des calendriers. Veuillez consacrer toute votre attention au respect de vos engagements[19]. » Que se passe-t-il quand un oligarque n'assume pas ses responsabilités ? On l'apprend en juin 2009 quand Poutine débarque à Pikalëvo, une petite ville au

sud de Saint-Pétersbourg qui vit de l'empire métallurgique d'Oleg Deripaska. Ce dernier était autrefois l'homme le plus riche de Russie et sa fortune était estimée à 28 milliards de dollars, mais elle est désormais réduite à 3,5 milliards de dollars. Mais ce n'est pas une excuse pour ne pas payer les salaires[20]. Des ouvriers indignés ont bloqué l'autoroute menant à Moscou, créant ainsi un embouteillage de 400 kilomètres. Poutine houspille Oleg Deripaska devant les caméras de télévision. Le Premier ministre exige que l'oligarque signe les chèques sur-le-champ en lui jetant un stylo à la figure. C'est l'intimidation au service de la gestion économique et une gueulante tout à fait télégénique[21]. Le message est clair. Dix ans après l'humiliation de 1998, des hommes à Moscou sont déterminés à faire avancer les choses.

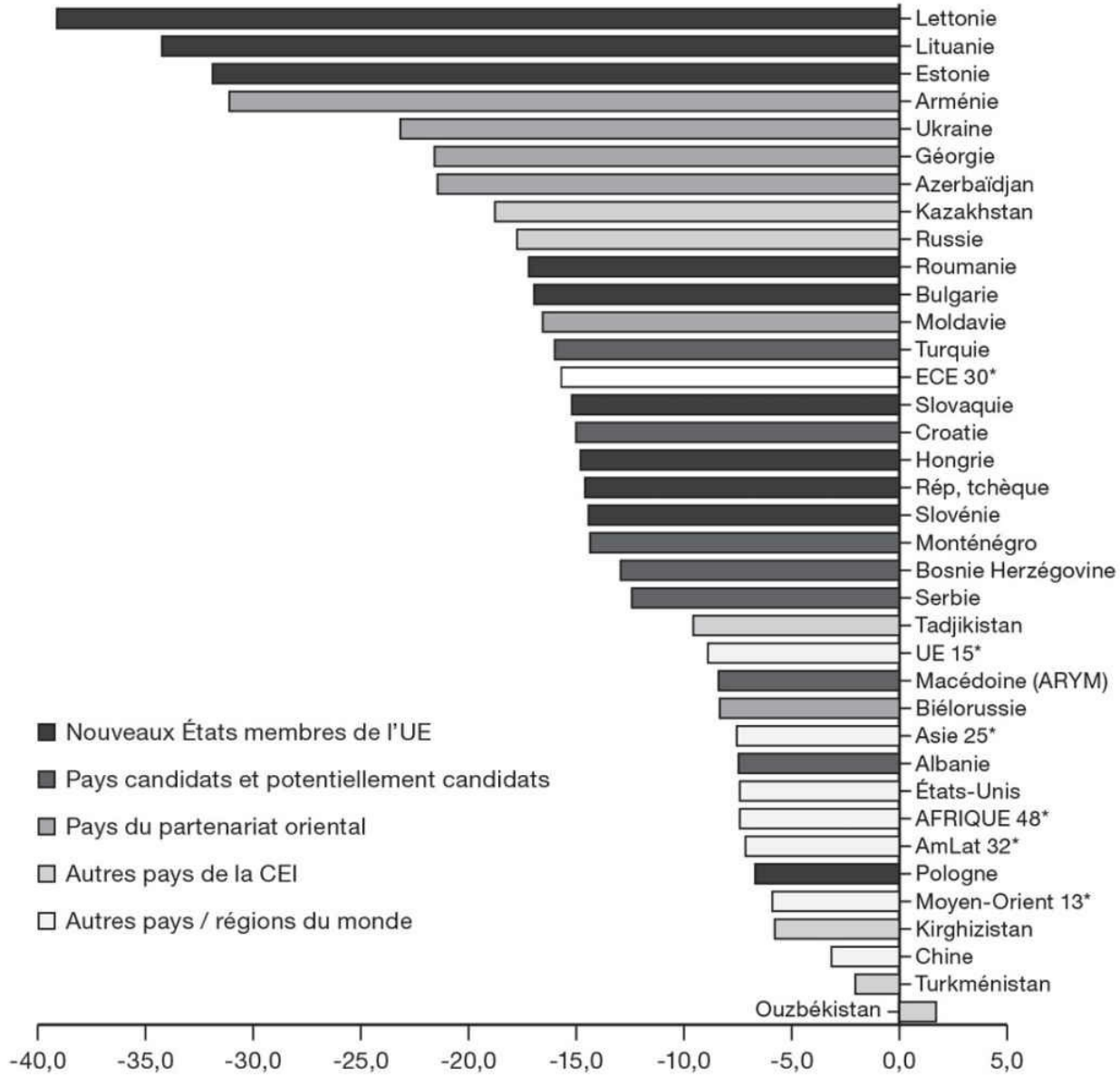
À cet égard, c'est une méthode efficace. Elle montre qui détient l'autorité, elle remet les oligarques à leur place. Elle rallie les intérêts sociaux autour de l'État qui subvient à leurs besoins. Elle maintient le Premier ministre Poutine sous les feux des projecteurs. Mais est-ce une stratégie de croissance à long terme ? Les économistes libéraux sont sceptiques. Medvedev aussi, qui succède à Poutine à la présidence en 2008. Même avant la crise, les conseillers dont s'entourait Medvedev demandaient qu'un nouveau cap soit fixé[22]. Après la crise, ils insistent. En 2008, la forte vulnérabilité de la Russie est due à son intégration asymétrique à l'économie mondiale : d'une part, sa dépendance excessive au pétrole et au gaz ; d'autre part, la pratique corrompue des oligarques consistant à faire entrer et sortir des capitaux du pays au moyen du système bancaire offshore. C'est la seule explication d'une étrange anomalie, qui fait de la petite île de Chypre l'une des principales sources d'investissement étranger de la Russie. Mais ce dont a besoin la Russie est une politique de modernisation. « Une économie primitive reposant sur les matières premières et la corruption économique peut-elle nous mener vers l'avenir ? », interroge Medvedev, le 10 septembre 2009[23]. Une lutte musclée contre

la crise ne suffit pas. Une simple reprise après le choc de 2008 ne mènera « nulle part », selon Medvedev. « Nous devons sortir de la crise en réformant notre économie[24] ». La Russie a besoin d'une transformation économique, ce qui nécessite non pas moins mais plus de liens avec l'économie mondiale, et surtout avec les chefs de file des nouvelles technologies. Et cette stratégie a des répercussions plus étendues. Après la confrontation brutale avec l'Occident en août 2008, Moscou doit changer de cap. En écrasant la révolte géorgienne, le Kremlin fait passer son message. À l'avenir, affirme Medvedev, le succès ou l'échec de la politique étrangère russe dépendra d'un seul et unique critère : « Y a-t-il ou non une amélioration du niveau de vie dans notre pays ? » Au lieu de « bomber le torse » pour menacer les autres, la Russie doit avant tout attirer des technologies et des capitaux de l'étranger[25]. C'est un message qui insiste sur la modernisation et les partenariats, ce qui réjouit autant les capitales européennes que le nouveau gouvernement à Washington.

II

Il est tentant de conclure que, en domptant la Russie, la crise apaise les relations internationales. Et à court terme, c'est vrai. Mais dans la sphère internationale, la puissance est mesurée selon des critères relatifs. Et si la Russie est durement frappée par la crise de 2008, l'impact subi par l'Europe de l'Est est pire encore. Le choc infligé aux États en transition de l'ancien bloc communiste, dont les économies sont fortement endettées, est violent. Une comparaison des prévisions pour 2010, faite en octobre 2007 avec les résultats attendus deux ans plus tard, montre que la crise change radicalement les perspectives pour les pays les plus touchés de la région.

Le choc : prévisions d'octobre 2009 pour le PIB de 2010 par rapport aux prévisions d'octobre 2007, différence en pourcentage



*ECE 30 : 30 pays d'Europe centrale et de l'Est ; UE 15 : les 15 membres de l'UE avant 2004 ; Asie 25 : 25 pays asiatiques, outre la Chine et les économies en transition d'Asie centrale ; Afrique 48 : 48 pays africains ; AmLat 32 : 32 pays latino-américains ; Moyen-Orient 13 : 13 pays du Moyen-Orient.

Source : Z. Darvas, « The EU's Role in Supporting Crisis-Hit Countries in Central and Eastern Europe », Bruegel Policy Contribution 2009/17, décembre 2009, figure 1.

Le cas le plus extrême est celui de la Lettonie. Un an après le début de la crise, en octobre 2009, le FMI prévoit pour ce pays

un PIB 39 % plus faible qu'en octobre 2007. Au cours de cette même période, les prévisions relatives au PIB de l'Estonie et de la Lituanie sont abaissées d'un tiers. La Slovénie, la République tchèque, la Slovaquie, la Hongrie, la Bulgarie et la Roumanie subissent toutes une chute comprise entre 15 et 18 %, soit plus du double de celle accusée par les États-Unis. Dans les pays voisins de la Communauté des États indépendants (CEI), la révision à la baisse de la croissance prévue va de 18 % en Russie à 32 % en Arménie. Le choc n'est pas uniforme. La Pologne, par exemple, s'en sort quasiment indemne[26]. Mais toutes les victimes les plus durement touchées par la crise de 2008-2009 se trouvent parmi les économies en transition de l'ancien bloc communiste.

Chacune de leur côté, les économies d'Europe de l'Est sont modestes. Mais ensemble, elles ont un poids comparable à la France ou à la Californie. Elles sont la fierté de la transformation européenne et l'arène du nouvel affrontement avec la Russie qui prend forme entre 2007 et 2008. Elles sont des disciples enthousiastes de la libéralisation des marchés et de la mondialisation financière, ce qui les place dans une position particulièrement dangereuse lors de l'effondrement des marchés financiers mondiaux. La situation est toutefois aggravée par la source des capitaux qui alimentent leur croissance : les banques surendettées d'Europe de l'Ouest. Au total, ces établissements et leurs filiales locales ont des intérêts à hauteur de 1 300 milliards de dollars sur les marchés européens émergents, ou 1 080 milliards de dollars sans la Russie[27]. À mesure que les banques européennes voient leurs bilans se contracter de l'autre côté de l'Atlantique, elles risquent de restreindre radicalement leurs activités en Europe de l'Est.

Avant la crise, il était normal qu'une moyenne de 50 milliards de dollars afflue chaque trimestre vers les marchés émergents d'Europe de l'Est et de l'ex-URSS. Au dernier trimestre 2008, cette tendance s'inverse brutalement : 100 milliards de dollars sortent de la région, ainsi que 50 milliards de dollars au premier trimestre 2009[28]. La pyramide des crédits bâtie au cours

des quinze années précédentes vacille. Naturellement, les monnaies flottantes de l'Europe de l'Est plongent. Il en découle une hausse catastrophique du coût, dans la monnaie locale, du service de la dette internationale[29]. En Bulgarie, Roumanie, Hongrie et Lituanie, les emprunts étrangers représentent plus de la moitié des crédits. La chute du forint hongrois entraîne, en l'espace de quelques semaines, une augmentation de 20 % des prêts hypothécaires et des prêts automobiles pour les familles hongroises. Les plus durement touchées sont celles dont les dettes sont libellées en yens japonais. Leur dette augmente de 40 % quand le yen grimpe en flèche[30].

La Russie a réagi à son humiliation des années 1990 en accumulant des réserves monétaires considérables, mais les pays d'Europe de l'Est ne disposent pas du même matelas de protection. Pour eux, la sécurité réside dans l'intégration à l'Occident. C'est en tout cas ce dont ils sont convaincus. Puisque la Fed fait appel aux lignes de *swap* pour stabiliser un groupe d'économies présentant des intérêts indéniables pour les États-Unis, on aurait pu s'attendre à ce que la BCE propose une aide semblable aux voisins de la zone euro en Europe de l'Est. C'est ce qu'avait imaginé la Fed. En appliquant les trois critères définis par Nathan Sheets à l'Europe de l'Est, les arguments en faveur d'une intervention de la BCE sont sans appel[31]. Les pays d'Europe de l'Est appartiennent à l'UE et ils espèrent entrer dans la zone euro. À ce titre, leur politique économique générale a été examinée et validée. En Europe de l'Est, la crise est provoquée par l'arrêt brutal de l'approvisionnement en crédits étrangers. Les banques de la zone euro sont très impliquées et risquent d'essuyer des pertes considérables. Un retour de bâton est très probable. Comme Nathan Sheets le fait remarquer au FOMC : « Il convient que toutes les économies de marché émergentes en Europe se tournent vers la BCE afin d'obtenir les liquidités dont elles ont besoin[32]. » Et si la Fed a, dans les faits, habilité la BCE à émettre des dollars, la BCE n'a aucune intention d'accorder

le même privilège à la Pologne ou à la Roumanie. Avec la Suède et le Danemark, la BCE conclut des lignes de *swap*, qu'elle annonce publiquement. Leurs banques fourniront des liquidités à l'Europe de l'Est. Pendant ce temps, les banques centrales de Pologne et de Hongrie sont bernées par des modalités de mise en pension qui les réduisent à des banques commerciales sous tension ayant besoin de liquidités. La seule aide que la BCE est disposée à leur accorder est un financement à court terme en échange de titres de premier ordre libellés en euros. À l'heure d'une pénurie de fonds en euros, ce n'est guère utile. Ces pays ont besoin d'un accord d'échange de monnaies pour le forint hongrois et le zloty polonais. Même les facilités limitées offertes par la BCE sont obtenues uniquement grâce aux pressions impérieuses des banques centrales autrichienne et française, qui ont de bonnes raisons de craindre que leurs banques subissent des pertes sur leurs portefeuilles est-européens[33]. Les banques autrichiennes sont particulièrement en difficulté car elles ont émis des prêts en francs suisses, financés grâce à des emprunts en Suisse, où les taux d'intérêt étaient bas. Maintenant, le franc suisse grimpe en flèche et les fonds se font rares. Pour dépanner, la Banque nationale suisse propose des accords d'échange de devises contre des euros, mais cette offre n'est pas valable pour les zlotys polonais ou les forints hongrois[34].

L'adhésion à l'UE et à l'OTAN devait sortir l'Europe de l'Est de son statut d'infériorité dans l'ordre hiérarchique mondial. Les anciens membres du pacte de Varsovie et les anciennes républiques soviétiques s'étaient empressés de se réinventer en représentants de la nouvelle Europe de Donald Rumsfeld. Mais leurs perspectives de croissance volent en éclat et leurs gouvernements sont ramenés au point de départ de leur vie postcommuniste. Ils sont réduits à des États souverains de second ordre, à des pays qui implorent avec plus ou moins d'amertume l'aide financière internationale. Le FMI est leur dernier recours, une réalité qui est traumatisante. Personne en Europe de l'Est ne veut revivre la période douloureuse qui a suivi la chute du

communisme, à laquelle le FMI est à jamais associé.

Dans l'Union européenne, c'est la Hongrie qui fait la première demande d'aide, qui est aussi la plus désespérée[35]. Le 27 octobre 2008, Budapest conclut un accord avec le FMI et l'UE (et non l a BCE) portant sur un montage de protection financière à hauteur de 25 milliards de dollars. Cette somme correspond à 20 % du PIB hongrois avant la crise, c'est donc un engagement considérable et un multiple inhabituellement généreux de la quote-part hongroise au FMI[36]. L'instance juge la mesure particulièrement clémente. Naturellement, les Hongrois ne le voient pas de cet œil. L'entrée en vigueur du programme d'austérité crée de profonds clivages dans le paysage politique hongrois. Le quotidien nationaliste *Magyar Hírlap* estime que la Hongrie est peu à peu étranglée par « le nœud placé autour de son cou par les créanciers[37] ». Pour l'extrême droite hongroise, il n'y a qu'un pas entre le « néocolonialisme » de l'UE et du FMI, et le traité du Trianon, qui avait éviscéré le pays après la Première Guerre mondiale. En 2010, le parti de droite Fidesz en récolte les bénéfices lorsqu'il remporte une victoire électorale écrasante, après quoi la Hongrie devient progressivement une démocratie illibérale autoproclamée.

L'enveloppe financière versée par le FMI à la Hongrie en octobre 2008 est suivie de plans d'aide pour l'Islande, la Lettonie, l'Ukraine et le Pakistan[38]. En 2009, l'Arménie, la Biélorussie et la Mongolie sont également contraintes de faire appel au FMI. Moins d'un an après avoir organisé le sommet litigieux de l'OTAN, Bucarest doit négocier un plan d'aide avec le FMI. Des crédits de précaution sont proposés au Costa Rica, au Salvador, au Guatemala, à la Serbie et à la Bosnie-Herzégovine. De plus, à la demande pressante de Washington, un nouveau mécanisme de financement flexible et peu intrusif, soit un total de plus de 80 milliards de dollars de liquidités, est mis à disposition du Mexique, de la Pologne et de la Colombie. Le Mexique peut donc se targuer de bénéficier d'un accord de crédit réciproque et d'une ligne de crédit du FMI.

Programmes du FMI de lutte contre la crise (en août 2009)

					Répartition des charges			Total des financements (en millions de $)
		Date	Volume concerné (en millions de $)	Volume retiré en août 2009	UE (en millions de $)	Banque mondiale (en millions de $)	Autre en millions de $)	
Accord de confirmation	Géorgie	15 sept. 2008	1 172	452	184	328	606	2 290
	Ukraine	5 nov. 2008	17 253	10 979	1 000	1 750	1 250	21 253
	Hongrie	6 nov. 2008	16 529	11 900	8 400	1 300	0	26 229
	Seychelles	14 nov. 2008	28	12	0	0	0	28
	Islande	19 nov. 2008	2 196	878	100	0	9 000	11 296
	Pakistan	24 nov. 2008	11 349	7 376	0	3 400	6 800	21 549
	Lettonie	23 déc. 2008	2 387	840	4 382	565	3 251	10 585
	Biélorussie	12 janv. 2009	3 560	1 499	0	200	1 000	4 760
	El Salvador	16 janv. 2009	806	0	0	450	900	2 156
	Serbie	16 janv. 2009	4 108	1 100	411	350	0	4 869
	Arménie	6 mars 2009	838	416	0	525	637	2 000
	Mongolie	1er avr. 2009	240	120	0	60	125	425
	Costa Rica	11 avr. 2009	772	0	0	500	500	1 772
	Guatemala	22 avr. 2009	989	0	0	393	361	1 743
	Roumanie	4 mai 2009	17 948	6 854	6 550	1 310	1 310	27 118
	Bosnie Herzégovine	8 juil. 2009	1 592	287	137	259	74	2 062
	Sri Lanka	24 juil. 2009	2 594	325	0	0	0	2 594
	Total		**84 361**	**43 038**	**21 164**	**11 390**	**25 814**	**142 729**
Lignes de crédit flexibles	Mexique	17 avr. 2009	49 451	-				49 451
	Pologne	6 mai 2009	21 472	-				21 472
	Colombie	11 mai 2009	10 926	-				10 926

Source : FMI, « Review of Recent Crisis Programs », 14 septembre 2009, Annexe I, https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/091409.pdf.

Grâce à l'intervention du FMI et de l'UE, un effondrement total est évité en Europe de l'Est à l'automne 2008, mais

la situation reste extrêmement précaire[39]. Et elle n'est pas seulement dangereuse pour les emprunteurs. Les banques aventureuses de l'Autriche ont accumulé depuis les années 1990 des créances sur l'Europe de l'Est équivalentes à plus de 55 % du PIB autrichien. Les risques pris par les banques autrichiennes en Hongrie et en Roumanie, les pays dotés d'un taux de change flexible qui risquent le plus un choc des paiements, correspondent à 20 % du PIB autrichien. Les banques allemandes, françaises et italiennes ont toutes d'importantes créances sur l'Europe de l'Est, mais elles sont gérables par rapport aux ressources nationales. L'autre prêteur qui est très exposé est la Suède, dont les banques ont quasi monopolisé les marchés bancaires de la Baltique, alimentant ainsi un boom immobilier rugissant. Les instances internationales telles que la Banque mondiale et la Banque européenne pour la reconstruction et le développement craignent tout particulièrement que le retrait brutal d'une ou plusieurs banques ouest-européennes sous tension ne déclenche un effet domino risquant de submerger les moyens modestes fournis par le FMI et la Commission européenne. Voulant à tout prix réduire leur endettement sur tous les fronts, les banques de l'Europe de l'Ouest risquent de quitter l'Europe de l'Est en masse, provoquant une ruée désastreuse vers la sortie. Bob Zoellick, le candidat de George Bush pour prendre la tête de la Banque mondiale, est très préoccupé par l'avenir de l'Europe. « Voilà vingt ans que l'Europe s'est réunie, en 1989, rappelle-t-il aux lecteurs du *Financial Times* début 2009, il serait tragique de laisser l'Europe se diviser à nouveau[40]. » La nouvelle Europe, que les États-Unis et les présidences de Bush père et fils ont promue depuis la fin de la guerre froide, est en danger. Évoquant un autre chapitre de l'histoire européenne, la presse viennoise avertit que « l'équivalent monétaire de Stalingrad » menace les banques de l'Autriche et de l'Italie[41].

La situation est grave. Mais les discours alarmistes en Europe centrale révèlent aussi que l'Europe de l'Ouest n'est pas à l'écoute.

Berlin n'est pas plus enthousiaste à l'idée d'une solution européenne collective en Europe de l'Est qu'elle ne l'est pour la zone euro. L'Allemagne rejette les initiatives autrichienne et hongroise suggérant un fonds commun de soutien[42]. « Ce n'est pas notre problème », annonce Peer Steinbrück. En Europe de l'Est, la population ne manque pas de noter qu'en tant que membre de la zone euro, la Grèce semble mieux tenir le coup que la Hongrie, même si ses fondations financières ne sont pas plus solides[43]. Début 2009, certains demandent – ce qui est ironique au vu de la suite – que la Pologne et d'autres membres est-européens de l'UE bénéficient d'une procédure accélérée d'entrée dans la zone euro, pour ainsi les placer sous la protection de la BCE[44]. Le rapport confidentiel d'un employé du FMI soutient la proposition, faisant valoir que « pour les pays de l'UE, adopter l'euro offre le plus d'avantages en termes de résolution du surendettement en devises, ce qui permet d'éliminer l'incertitude et de restaurer la confiance. Sans adoption de l'euro, remédier au surendettement en devises nécessitera un rééquilibrage radical des finances publiques dans certains pays, dans un contexte de résistance politique croissante[45] ». Mais il ne faut s'attendre à aucune aide de la BCE. Elle ne souhaite aucunement s'embourber en Europe de l'Est.

En décembre 2008, les banques italiennes et autrichiennes les plus exposées commencent à réclamer une initiative concertée d'aide internationale. Après avoir trouvé la porte fermée à Bruxelles, elles se tournent vers Vienne, qui, au vu de l'implication de l'Autriche, ne peut se permettre de ne rien faire. Le gouvernement autrichien contourne Bruxelles et annonce l'Initiative de Vienne. Ce plan multilatéral engage la Banque mondiale, la Banque européenne pour la reconstruction et le développement, et la Banque européenne d'investissement (BEI) à participer à de nouveaux prêts et à de nouvelles injections de capitaux à hauteur de 24,5 milliards d'euros. Il est essentiel de préciser que l'initiative est accompagnée d'un accord avec une partie des grandes banques privées. Sur la base du cas par

cas, le programme obtient auprès des principaux prêteurs la promesse de maintenir leurs mécanismes de financement dans la région, pour ainsi éviter un arrêt encore plus brutal des crédits[46]. UniCredit et Banca Intesa en Italie, Raiffeisen en Autriche et Swedbank en Suède participent, mais pas la Commerzbank et la Deutsche Bank en Allemagne[47].

En réalité, le champ de bataille le plus crucial en vue de stabiliser l'Europe de l'Est est bien loin de Vienne. À l'aube du XXIe siècle, la Lettonie, la Lituanie et l'Estonie semblaient les plus chanceuses. Contrairement à d'autres anciennes républiques soviétiques, comme l'Ukraine, la Géorgie ou la Biélorussie, elles avaient réussi leur transition et obtenu le statut d'État membre de l'UE et de l'OTAN. De plus, contrairement à la Hongrie ou à la Pologne, les pays Baltes voulaient rejoindre la zone euro le plus rapidement possible. À cette fin, elles avaient choisi un taux de change fixe. En 2008, malgré l'arrêt brutal des flux de capitaux étrangers, ces trois pays subissent de fortes pressions pour conserver ce cap. Mais l'assèchement des capitaux étrangers rend de plus en plus douloureux le maintien de leurs taux de change fixes. Début 2008, quand le FMI envisage qu'une crise éclate à cause des déséquilibres macroéconomiques, la Lettonie, qui a un déficit béant des comptes courants, est jugée particulièrement vulnérable[48]. Sur le moment, cette situation est vue sous l'angle d'un problème national. Mais la Lettonie est confrontée à la désagrégation de ses graves déséquilibres dans le contexte d'une crise mondiale qui force ses concurrents régionaux en Pologne, Hongrie et Roumanie à dévaluer. Si les pays Baltes ne suivent pas, comment pourront-ils tenir le rythme ? Comment feront-ils sans un afflux de nouveaux prêts étrangers ? Comment retrouveront-ils leur compétitivité en matière d'exportation et réduiront-ils les importations s'ils ne peuvent pas ajuster leurs monnaies par rapport à l'euro ? En l'absence de dévaluation, le seul moyen de rétablir la balance commerciale est de rééquilibrer la demande nationale, de réduire les salaires, d'augmenter les impôts et de diminuer radicalement

les dépenses publiques. C'est douloureux, mais étant donné l'intégration financière avancée des pays Baltes, la dévaluation est dangereuse aussi. Puisque 80 % de l'encours de la dette vient de leurs voisins européens, toute dépréciation notable risque de déclencher une insolvabilité globale. Le coût du service de leur dette en euros deviendra prohibitif. S'ils ne sont pas encore membres de la zone euro, début 2009, les pays Baltes font face à un dilemme qui est un sombre signe avant-coureur de la suite.

En raison de l'ampleur de ses dettes et de l'implication poussée des banques scandinaves, la Lettonie est vue par tous comme la clé de la stabilité dans les pays Baltes[49]. Si elle abandonne son taux de change fixe, l'Estonie et la Lituanie seront sûrement contaminées, suivies de la Slovaquie et de la Bulgarie, qui peinent aussi à maintenir la valeur de leurs monnaies face à l'euro[50]. Le début d'une vague de dévaluations abattra les défenses mises en place par l'Initiative de Vienne. Les bradages déferleront sur l'Europe de l'Est. Certains s'en sortiront peut-être, mais pour deux des plus grandes banques suédoises, Swedbank et Nordea, l'enchevêtrement dans les pays Baltes est existentiel[51]. Si leurs emprunts sont annulés, les fonds propres des deux banques y passeront. Comme l'explique un analyste de BNP Paribas, « la Lettonie est un petit pays dont le sort a de vastes répercussions[52] ». Le ministre des Finances (souhaitant garder l'anonymat) d'un pays d'Europe centrale prédit que la réaction en chaîne dans l'Europe de l'Est et l'Europe centrale emportera au moins une demi-douzaine de banques européennes. La Lettonie jouera le rôle de Lehman Brothers, ou, pire encore, celui de la tristement célèbre caisse autrichienne Kreditanstalt, dont la faillite en 1931 a scellé le destin de la république allemande de Weimar.

Pour le FMI, l'ordonnance habituelle pour un pays dans la position de la Lettonie est une dévaluation ponctuelle suivie d'une restructuration ou d'un rééchelonnement de la dette. Mais la Commission européenne campe sur ses positions. La Lettonie est sur le chemin de l'adhésion à l'euro et elle doit maintenir

le cap. Si elle doit rééquilibrer son compte courant, elle doit le faire au moyen de la déflation et de l'austérité. Pour le pays, les résultats sont drastiques. À l'été 2009, le cours immobilier a déjà chuté de 50 %. Les fonctionnaires, dont un tiers des enseignants du pays, sont renvoyés, et les salaires du public baissent de 35 %. Le taux de chômage passe de 5 % à 20 %[53]. Étonnamment, la Lettonie s'accroche, tout comme ses voisins. Pour se défendre, la Lettonie reçoit des aides qui correspondent à 32 % de son PIB avant la crise : 3,1 milliards d'euros de la Commission européenne ; 1,7 milliard d'euros du FMI ; 800 000 euros de la Banque mondiale et de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement ; et 1,9 milliard d'euros de la Suède, du Danemark, de la Finlande, de la Norvège et de l'Estonie[54]. Tous préfèrent lutter contre la crise en Lettonie et non sauver leurs banques nationales. Notons que la BCE s'abstient de cette coalition.

La voie de l'austérité financière exerce une pression considérable sur les nouvelles démocraties baltes[55]. En Lettonie, le mécontentement populaire face à la politique d'austérité, ainsi que les accusations de corruption portées contre la classe politique, mènent à deux référendums appelant à la protection des retraites et au droit populaire de dissoudre le Parlement par plébiscite. En janvier 2009, Riga est secouée par des manifestations de grande ampleur qui dégénèrent en émeutes et en une nuit de combats de rue avec la police. En février, un gouvernement conservateur de coalition prend le pouvoir sous la direction de l'eurodéputé très médiatique Valdis Dombrovskis. L'objectif de son gouvernement est de maintenir l'austérité. « Nous sommes confrontés à une faillite de l'État. Ça ne va pas être facile », déclare-t-il à la nation[56]. Mais après tout, y a-t-il une autre solution ? L'héritage de la période soviétique plane sur la Lettonie. La Géorgie en est un rappel. Pour les pays Baltes, l'alternative est une hégémonie des puissances de l'Ouest ou de l'Est. Depuis les années 1990, ils ont réussi à faire leur chemin sous la protection de l'UE et de

l'OTAN. Et la classe politique lettone, si ce n'est la population, a l'intention d'y rester.

IV

Face à la double crise de 2008, la réaction de l'Europe de l'Est n'est pas uniforme. Les pays Baltes tiennent le cap. Le nationalisme hongrois se rebelle. Mais l'Ukraine est le pays où le double choc est le plus violent. La coïncidence de la crise financière et de l'intensification des tensions géopolitiques entre la Russie et l'Occident assène un violent coup à son régime politique fragile. Le chemin qui mène à la crise ukrainienne de 2013 est sinueux.

Au printemps 2008, la décision du président ukrainien, Viktor Iouchtchenko, de déposer une demande d'adhésion à l'OTAN – applaudie par le gouvernement de Bush, la Pologne et les autres pays d'Europe de l'Est – divise le paysage politique ukrainien. Si Iouchtchenko mise sur l'Occident, la Première ministre Ioulia Timochenko préfère la stratégie de l'équilibre entre la Russie et l'Occident, que Kiev applique depuis son indépendance et grâce à laquelle elle a fait fortune dans le secteur gazier. La guerre en Géorgie, en août 2008, achève ainsi la rupture de l'héritage politique de la révolution de 2004[57]. Puis, quelques semaines après le cessez-le-feu dans le Caucase, Kiev est secouée par la crise financière.

Depuis la révolution de 2004, la croissance économique ukrainienne repose sur les emprunts étrangers. Début 2008, les fonds étrangers représentent 45 % de tous les financements d'entreprises et 65 % des emprunts contractés par des particuliers e n Ukraine[58]. Au total, les banques européennes ont prêté au moins 40 milliards de dollars à l'Ukraine, les établissements autrichiens et français assumant presque la moitié de cette somme. L'amorce de la crise interrompt les flux de crédit, ce qui frappe durement les exportations ukrainiennes. Hérité de l'époque soviétique, l'acier représente 42 % des recettes en devises. Aucun secteur n'est plus brutalement touché par l'effondrement des investissements internationaux que celui de l'acier. Les prix s'effondrent et la production industrielle, en janvier 2009, chute

au taux annualisé de 34 %[59]. À mesure que l'économie de l'Ukraine entre en récession, des millions d'habitants se retrouvent sans salaire, quand ils ne se font pas chasser de leur lieu de travail. Au niveau mondial, seule l'économie lettone subit une contraction plus grave.

En octobre 2008, l'Ukraine n'a d'autre solution que de suivre la Hongrie et de se tourner vers le FMI. Kiev convient d'une enveloppe d'aide de 16,4 milliards de dollars. Les critères du FMI sont moins stricts que d'habitude. Il demande que l'Ukraine prévoie tous les financements nécessaires à son budget, fixe un taux de change réaliste et veille à la stabilité de son système financier. Mais ces exigences sont déjà trop pour l'Ukraine. Une dévaluation du taux de change est autorisée, du taux surestimé de 5 hryvnia pour un dollar à celui de 7,7 – officieusement, ce chiffre monte jusqu'à 10. Les hausses d'impôt et les baisses de subvention nécessaires à l'équilibre du budget sont terriblement impopulaires[60]. En 2009, à la question « Qui est principalement responsable des difficultés socio-économiques en Ukraine ? », 69 % de la population désigne les héros de 2004, 47 % Viktor Iouchtchenko et 22 % Ioulia Timochenko. La cote de popularité du président est comprise entre 2,5 % et 5 %[61]. Le résultat est paradoxal. D'un côté, l'impasse dans laquelle se trouve le développement ukrainien postcommuniste est plus flagrante que jamais. Tout espoir de développement économique est soumis à une intégration plus poussée à l'Occident, malgré les difficultés que provoque l'ajustement structurel. De l'autre, à l'automne 2009, la personnalité politique la plus populaire en Ukraine est Viktor Ianoukovitch, représentant du Parti des régions, prorusse, implanté dans l'est de l'Ukraine. Il est le dinosaure agressif de la transition, dont la victoire volée aux élections de 2004 a déclenché la Révolution orange.

En 2009, le seul point positif pour l'Ukraine est un recul apparent de la tension géopolitique entre l'Est et l'Ouest. Maintenant que Medvedev est au Kremlin, l'Occident s'empresse

de « réinitialiser » les relations avec la Russie. Mais la fragilité de la situation est douloureusement révélée en janvier 2009, quand un litige entre la Russie et l'Ukraine portant sur des factures non réglées et sur les prix du gaz coupe le chauffage à l'Ukraine en plein hiver et interrompt l'approvisionnement par les gazoducs qui se prolongent vers l'ouest de l'Europe[62]. Ce différend ne peut être réglé qu'avec une médiation de l'UE et une hausse de prix accordée à Gazprom, qui devient un boulet pour la Première ministre Ioulia Timochenko. Si l'Ukraine est loin de faire les gros titres, elle court déjà à la catastrophe en 2008-2009. Le ministre autrichien des Affaires étrangères, Josef Proell, le remarque dès février 2009 : « L'Ukraine est un pays absolument crucial et nous devons éviter un effet domino au sein de l'UE en cas de catastrophe économique et politique dans un pays voisin si grand [...]. Ce scénario ne se développe pas actuellement, mais nous devons nous y préparer et garder un œil sur l'Ukraine[63]. »

Chapitre 10

VENT D'EST : LA CHINE

Si la crise financière a pour effet immédiat d'imposer une trêve malaisée sur les anciens fronts de la guerre froide européenne, l'année 2008 révèle au grand jour jusqu'où chaque camp est prêt à aller. Du moins à Moscou, la tentative irréfléchie d'expansion voulue par l'OTAN et l'affrontement avec la Géorgie ne sont pas près d'être oubliés. La Russie tient la promesse faite par Poutine à Munich quand il a proclamé la fin de l'époque unipolaire. Et les Américains savent que c'est vrai. Mais en termes de multipolarité, ils ne pensent pas en premier lieu au régime chancelant de Poutine, mais plutôt à la Chine. D'ailleurs, les meilleurs analystes russes sont du même avis[1]. La possibilité d'une crise sino-américaine est évidente dans les deux camps. Et la tempête imprévue qui fouette le système financier nord-atlantique intensifie ces tensions[2]. Pékin et Washington évitent pourtant la catastrophe. Ni l'un ni l'autre ne veut prendre le genre de risque qui a abouti au violent affrontement dans le Caucase.

En 2008, l'opinion publique chinoise panique en découvrant que son précieux portefeuille d'actifs en dollars ne contient pas que des bons du Trésor, mais aussi des dettes certifiées par des GSE, émises pour financer l'expansion du secteur hypothécaire américain. Comme en Russie, la population chinoise est scandalisée. Pourquoi la pauvre Chine finance-t-elle les excès des États-Unis ? Pour signifier son impatience, Pékin autorise ses porte-parole à faire des déclarations théâtrales et plus franches qu'à l'accoutumée. Si les États-Unis laissent les GSE faire faillite, ce sera « une catastrophe », fait savoir la Chine[3]. Fin 2008, le magazine *The Atlantic* publie une interview avec un gestionnaire de fonds souverain chinois plutôt bavard[4].

Le résultat est un aperçu étonnant sur un monde à l'envers. Ces derniers mois, remarque Gao Xiqing, le monde a observé les États-Unis, « après des mois passés à batailler avec [leur] idéologie, [leur] fierté et [leur] suffisance », enfin mettre en œuvre « l'un des grands talents américains, le pragmatisme ». La Fed et le Trésor ont lancé une intervention de grande ampleur afin de stabiliser l'économie financière, alors maintenant, plaisante Gao Xiqing, quand les Chinois regardent les États-Unis, ils voient non pas une démocratie capitaliste, mais un « régime socialiste doté de caractéristiques américaines ».

Si l'analyse de Gao Xiqing est acerbe, elle n'est pas assez marxiste. L'idéologie et la vanité ne sont pas les deux seules choses qui empêchent de trouver une solution en septembre et octobre 2008. Des intérêts sont aussi en jeu. Convoquer le « comité exécutif de la bourgeoisie » serait forcément un défi, mais Gao Xiqing n'est pas un théoricien du parti. Ancien élève de la faculté de droit de Duke University, il a aussi travaillé au cabinet d'avocats de Richard Nixon installé à Wall Street. Mais peu importe son bagage théorique, il a la nette impression que le rapport de forces est en train de changer. « Cette génération d'Américains est habituée à sa suprématie. Tout le monde est gentil avec vous. Pas facile de se rendre compte qu'on sera sur un pied d'égalité avec les autres à l'avenir. "Sur un pied d'égalité" signifie qu'il faut parfois se courber pour sembler humble face aux autres [...]. Il faut simplement admettre qu'aujourd'hui, votre économie repose sur l'économie mondiale. Et elle est construite sur le soutien, gratuit, de nombreux pays. Alors, pourquoi ne pas faire le déplacement et... sans aller jusqu'aux courbettes [il rit], être au moins gentils avec les pays qui vous prêtent de l'argent. Discutez avec les Chinois ! Discutez avec les gens du Moyen-Orient ! Et retirez vos troupes ! »

Comme le démontre la victoire électorale stupéfiante de Barack Obama, de nombreux Américains sont d'accord avec Gao Xiqing. D'ailleurs, le gouvernement sortant de Bush fait de son mieux pour être « gentil ». Mais les Chinois veulent une garantie

totale du gouvernement pour les dettes liées à Fannie Mae et Freddie Mac. Accéder à cette demande aurait eu des répercussions dramatiques pour les finances publiques américaines, soit l'ajout de 5 000 milliards de dollars de dette publique en une fois. Ce n'est pas pour rien que Fannie Mae avait été privatisée pendant la guerre du Vietnam. Mais en mettant les GSE sous tutelle, le secrétaire au Trésor Hank Paulson choisit la meilleure solution de repli. Même si l'aile droite du Parti républicain est indignée, l'élite au pouvoir sait que cette mesure est essentielle. De son côté, George Bush est assez humble pour appeler Pékin et annoncer lui-même la nouvelle[5].

Les Chinois réduisent leur portefeuille d'actifs certifiés par les GSE, mais ils ne le vident pas, contrairement à la Russie ; ils se contentent d'en écouler une partie pendant l'été 2007, avant que Gao Xiqing et ses collègues ne s'embarquent dans leur programme malavisé de diversification des réserves. Pendant ce temps, les achats chinois de bons du Trésor augmentent. Le portefeuille chinois de titres américains passe de 922 milliards de dollars en juin 2007 à 1 464 milliards de dollars deux ans plus tard[6]. Ce n'est pas surprenant. Dans le sillage de la crise, les bons du Trésor américain sont l'actif le plus désirable au monde. Tout le monde est en quête de placements sûrs. Leur cours augmente, les rendements grimpent en flèche, tout comme le cours du dollar. Si la Chine veut diversifier ses actifs et ne pas uniquement compter sur le dollar, c'est le moment de le faire. À l'échelle mondiale, la demande d'actifs sûrs en dollars est insatiable. Mais la crise révèle que la Chine n'a pas beaucoup d'options. Quels sont les autres actifs sans danger ? Si la Chine achète des obligations japonaises, les répercussions et les complications risqueront d'être encore plus explosives. Les marchés obligataires européens ne sont pas assez développés. Bon gré mal gré, la Chine et les États-Unis sont inséparables. Leur interdépendance est structurelle et vaut non seulement pour les investissements étrangers, mais aussi pour les échanges commerciaux.

I

Étant donné l'ampleur du succès chinois en matière d'exportations et son accumulation d'actifs étrangers, les observateurs occidentaux sont prompts à penser que la croissance de la Chine est « tributaire des exportations ». Mais c'est une illusion d'optique qui reflète notre perspective, que nous voulons absolument centrer sur l'Occident. Les exportations sont essentielles pour la Chine, et son intégration à l'économie mondiale transforme le commerce mondial. Mais même avant la crise, l'économie intérieure de l a Chine est conséquente et enregistre un taux de croissance extrêmement rapide, bien plus que les marchés de la Chine à l'étranger. La Chine est devenue une championne des exportations, mais ce faisant, elle a aussi encouragé les importations – de matières premières et de composants venus d'Australasie, du Moyen-Orient, d'Afrique, du reste de l'Asie et de l'Amérique latine, ainsi que de technologies et d'équipements sophistiqués venus d'Occident. Une grande partie de la valeur des exportations chinoises, en pole position à l'échelle mondiale, est rendue possible par des matériaux et des composants importés. Par conséquent, les exportations nettes représentent une plus petite part de la croissance du PIB chinois avant 2008 qu'on ne pourrait le croire. D'ailleurs, pas plus d'un tiers de la croissance chinoise à partir de 1990 n'a pour moteur les exportations, les deux autres tiers sont tirés de la demande interne[7]. C'est une répartition très différente d'une économie réellement dépendante des exportations, dont l'Allemagne est l'exemple par excellence. Face à la morosité des investissements et de la consommation au niveau national, la vaste majorité de la croissance allemande après 2000 est liée à la demande étrangère. En Chine, le principal moteur de la croissance est de loin la vague extraordinaire d'investissement intérieur. À mesure que les villes chinoises se développent et que ses infrastructures se modernisent à une vitesse époustouflante, la reconstruction

physique du pays entraîne avec elle l'intégralité de l'économie chinoise.

En 2008, le dynamisme colossal de la demande intérieure en Chine et sa position centrale de plaque-tournante commerciale en Asie de l'Est portent certains analystes à croire que l'Asie pourrait être sur le point de se « découpler » de l'Amérique et de l'Europe[8]. Au printemps 2008, alors que le reste du monde s'enfonce dans la récession, la principale inquiétude de Pékin est l'expansion trop rapide de l'économie chinoise. La croissance de la consommation bat des records, soit plus de 20 % par an. La Banque populaire de Chine relève les taux d'intérêt et la politique budgétaire est resserrée pour atténuer le rythme effréné du développement. Parallèlement, l'appareil gouvernemental chinois est réorganisé de manière à concentrer les responsabilités d'une croissance nationale équilibrée dans des superministères centralisés[9]. En revanche, personne ne tient compte de la force pure de l'effondrement du commerce mondial. En juillet 2008, les exportations chinoises augmentent de 25 %, les importations de 30 % et les investissements directs étrangers (IDE) de 65 % par an. Six mois plus tard, les exportations chinoises chutent de 18 %, les importations de plus de 40 % et les IDE de 30 %. C'est un renversement stupéfiant. Même si les exportations nettes ne correspondent qu'à un tiers de la croissance chinoise, les incidences sont radicales. À l'automne 2008, des entreprises sud-coréennes et taïwanaises mettent brutalement fin à leurs activités en Chine[10]. Parallèlement, les banques occidentales en manque de liquidités, telles que Bank of America, UBS et RBS, vendent des actifs puis se retirent de ce marché. Mais ces aléas sont anecdotiques par rapport à l'impact pour la main-d'œuvre chinoise de la baisse des commandes destinées à l'exportation. À l'approche de l'hiver 2008-2009, 30 % des diplômés du supérieur – 5,6 millions de jeunes par an – n'arrive pas à trouver de travail. L'armée de réserve que sont les dizaines de millions de migrants venus des campagnes s'en sort encore plus mal. En octobre 2008,

70 millions de personnes rentrent chez elles dans les provinces pour une fête automnale, mais 56 millions seulement retournent dans les villes après les festivités. Parmi elles, selon des estimations de la Banque mondiale, 11 millions n'ont pas d'emploi. Au total, au moins 20 millions d'ouvriers chinois et peut-être jusqu'à 36 millions, sont désœuvrés[11].

Toujours attentif au moindre signe de soulèvement social au sein du pays, Pékin sait qu'il doit réagir. Dès le 5 novembre, le Conseil des affaires d'État convoque une réunion d'urgence pour convenir d'un programme de dépenses d'une valeur de 4 000 milliards de yuans (586 milliards de dollars). Cette somme correspond à 12,5 % du PIB de 2008. Elle complète des projets existants d'investissements et elle doit être déboursée avant la fin 2010. Face à la crise, c'est la première intervention à très grande échelle dans le monde. Le dimanche 9 novembre 2008, lors de l'annonce du plan à la presse, le Conseil des affaires d'État déclare : « Ces deux derniers mois, la crise financière mondiale s'est intensifiée quotidiennement [...]. Le développement de nos investissements doit être rapide et ambitieux[12]. » Et cette déclaration est appuyée par une consigne du parti, le Document central n° 18, qui appelle à « un *plan* global pour lutter contre la crise financière mondiale ». Le terme employé pour qualifier les mesures est un mot datant de l'époque de Mao, *jihua*, le plan, et non le nouveau mot qui désigne les initiatives ou programmes publics plus modérés, *guihua*, couramment utilisé à partir de 2006[13]. Les consignes à la presse sont claires : il faut « se montrer optimiste, éviter la panique et contribuer à la confiance des consommateurs[14] ».

En novembre 2008, des mesures budgétaires sont adoptées en Chine avec l'urgence que l'Occident réserve aux interventions des banques centrales et aux sauvetages de banques. C'est la méthode de la « force écrasante » employée par Tim Geithner, mais appliquée aux dépenses publiques et non à la politique monétaire. La Commission nationale pour la réforme et le développement, principale instance chinoise chargée de

la stratégie économique, appelle les autorités locales à « faire en sorte que chaque seconde compte ». Le Document central n° 18 envoie un électrochoc aux responsables locaux du parti. D'après un grand analyste américain, cette circulaire « renforce l'impression d'urgence et fait savoir qu'il est acceptable de contourner les obstacles ordinaires aux dépenses ». Les jours suivants, dans toute la Chine, les autorités provinciales du parti se réunissent à la hâte pour « saisir l'occasion favorable créée par une politique budgétaire expansionniste et la politique monétaire "convenablement assouplie" », selon les termes d'un comité de Shandong. Le soir du 11 novembre, dans le district de Wugong (province du Shaanxi), un « petit groupe de dirigeants du district chargés de l'application du Document central n° 18 » se réunit pour profiter d'une « chance extrêmement rare et précieuse ». L'objectif, selon le groupe, est « de concentrer nos forces et d'agir rapidement, de renforcer nos liens avec les autorités provinciales et municipales, et de faire en sorte que plus d'investissements essentiels soient réalisés dans notre district. […] Obtenir plus de financements pour des projets est actuellement notre mission prioritaire ». En un an, cette mobilisation orchestrée par le parti permet de mettre en œuvre 50 % des projets chinois de relance.

La reconstruction qui fait suite au terrible séisme du Sichuan survenu en mai 2008, qui fait plus de 70 000 morts et laisse des millions de personnes sans logement, monopolise l'attention. Après la catastrophe, le public se mobilise et critique les défauts des bâtiments publics chinois, et exige des réparations. Pour les dirigeants des autorités locales, l'enveloppe budgétaire de relance est une chance de réaffirmer leur autorité [15]. La Commission nationale pour le développement et la réforme offre un cadre plus global et promet un « développementalisme scientifique[16] ». Les fonds doivent être affectés à dix secteurs, notamment la santé, l'enseignement (en particulier dans les régions chinoises relativement démunies qui font l'objet de contestations politiques), les logements bon marché aux abords des gigantesques nouvelles métropoles chinoises, la protection de

l'environnement, l'innovation technique, le réseau autoroutier, l'électrification urbaine, le réseau de distribution du charbon et les voies ferrées. L'équipe du président Hu Jintao, qui n'hésite pas à consulter la population, avait lancé des discussions sur la réforme du système de santé dès 2005, après la crise du SRAS. Il fallait remédier aux disparités flagrantes de l'accès aux soins de santé entre les zones rurales et urbaines[17]. Après un débat qui dure plusieurs années, l'urgence économique de 2008 fait soudain pencher la balance en faveur d'un système reposant sur des dépenses du gouvernement central. Le 7 avril 2009, Pékin annonce que l'assurance-maladie ne couvrira plus 30 %, mais 90 % de la population chinoise et que des fonds du gouvernement central seront affectés à la construction de 2 000 hôpitaux de district et 5 000 centres de soins à l'échelle des cantons. C'est la plus grande expansion de la couverture sociale de l'histoire mondiale à ce jour et cette initiative est « inextricablement mêlée au plan de relance ». Pékin se réjouit d'approuver des dépenses pour des hôpitaux, des centres de soins et des subventions à l'assurance-maladie « car la crainte de déficits à court terme a disparu. La crise économique [...] a permis d'aborder la politique sociale au moyen d'une stratégie budgétaire plus offensive[18] ».

Le pic colossal de dépenses allouées à la relance participe également au financement du projet d'infrastructure qui est sans doute le plus spectaculaire ces vingt dernières années dans le monde : la construction du réseau ferré chinois à grande vitesse. Durant la première phase de la croissance chinoise, priorité avait été donnée à la motorisation et à la construction de voies rapides. À la fin des années 2000, c'est le tour du rail. Après avoir « emprunté » la technologie des pionniers du train à grande vitesse – le Japon, l'Allemagne et la France – la Chine se lance dans une campagne qui éclipse tous les autres projets. Entre 2008 et 2014, le réseau ferré adapté à une vitesse de 250 km/heure passe de 1 000 kilomètres à 11 000 kilomètres. Le temps de trajet entre Pékin et Shanghai n'est plus que de quatre heures et demie pour 1 318 km, contre sept heures entre Boston et Washington

pour 730 km en empruntant l'Acela (fleuron d'Amtrak, la compagnie ferroviaire des États-Unis). La Chine ne se contente pas d'être un précurseur des trains ultrarapides dont la vitesse de croisière atteint 360 km/heure. Les économies d'échelle de ce chantier monumental permettent aussi au pays de devenir un leader, sur le plan technologique, de la construction de voies ferrées et de viaducs[19]. Des machines géantes ressemblant à des escargots posent les rails en continu, kilomètre après kilomètre, sur des alignements sans fin de piliers en béton préfabriqués. Selon les estimations de la Banque mondiale, même en tenant compte des coûts plus faibles de la main-d'œuvre et du foncier, le budget de construction en Chine ne correspond qu'à une fraction des dépenses européennes et nord-américaines en la matière.

Après les spectaculaires Jeux Olympiques de 2008, la rapidité et l'ampleur de la relance budgétaire chinoise confirment une fois de plus les capacités de mobilisation du régime communiste. Par rapport à la lenteur de nombreux États occidentaux, il est difficile d'éviter les comparaisons injustes. Pendant sa campagne électorale et après son élection, Barack Obama mentionne souvent les avancées impressionnantes de la Chine en matière d'infrastructures[20]. Mais si le pays mérite largement ces compliments, il ne faut pas négliger les tensions qui guettent. En Chine, le plan de relance est éminemment polémique. De nombreux observateurs estiment que, sous la pression d'une crise en Occident, l'économie chinoise s'embarque précisément dans la mauvaise direction. Le plan de relance est-il une démonstration spectaculaire du pouvoir de l'État ou montre-t-il une fois de plus l'addiction de l'élite dirigeante chinoise à un modèle de croissance intenable[21] ?

II

Le taux de croissance chinois fait des jaloux dans le monde entier. Mais en Chine, étant donné le prix à payer élevé sur le plan social et écologique, les avis sont plus mitigés. L'objectif de Hu Jintao et de son équipe en arrivant au pouvoir en novembre 2002 est de donner priorité à la consommation et au niveau de vie des ménages. Après une décennie de croissance extrêmement dynamique, les Chinois en ont assez du développement industriel de grande ampleur[22]. Mais la croissance industrielle lourde, alimentée par les investissements, est une habitude difficile à perdre. Cinq ans plus tard, en mars 2007, lors d'un discours remarquablement honnête devant l'Assemblée nationale populaire, le Premier ministre Wen Jiabao avertit que « le principal problème de l'économie chinoise » reste sa croissance « instable, déséquilibrée, désordonnée et intenable[23] ». À l'annonce du plan de relance dû à la crise de 2008, Pékin défend bec et ongles le train à grande vitesse et les soins de santé, car les autorités ne veulent plus être associées aux clichés sur la croissance effrénée des industries. Le gouvernement est résolu à éviter « les investissements frivoles ou spéculatifs ». « Pas un centime ne sera affecté à l'expansion de la production de masse ou aux secteurs fortement polluants et gourmands en ressources », souligne Zhang Ping, directeur de la Commission nationale pour le développement et la réforme. L'ensemble de ses initiatives doivent « cibler des domaines qui promouvront et renforceront l'expansion du crédit à la consommation[24] ». En décembre 2008, le Conseil des affaires d'État remet, après l'annonce de la relance, un document intitulé « Avis sur la promotion de la circulation et l'expansion de la consommation », qui liste vingt mesures devant doper la consommation. Les 220 millions de foyers ruraux chinois bénéficient de réductions subventionnées par l'État, valables pour l'achat de deux grands appareils électroménagers, comme une télévision, un climatiseur, un lave-linge ou un réfrigérateur[25].

En 2008, le revenu moyen d'un ménage rural étant inférieur à 16 000 renminbi (s'il est utilisé de façon interchangeable avec le yuan, le renminbi désigne la monnaie chinoise en tant que telle, alors que le yuan est l'unité dans laquelle les sommes sont mesurées), acheter un ordinateur ou une télévision en couleurs à 7 000 renminbi n'est pas rien. Mais sous deux ou trois ans, les 140 milliards de renminbi promis par Pékin sont une forte incitation[26].

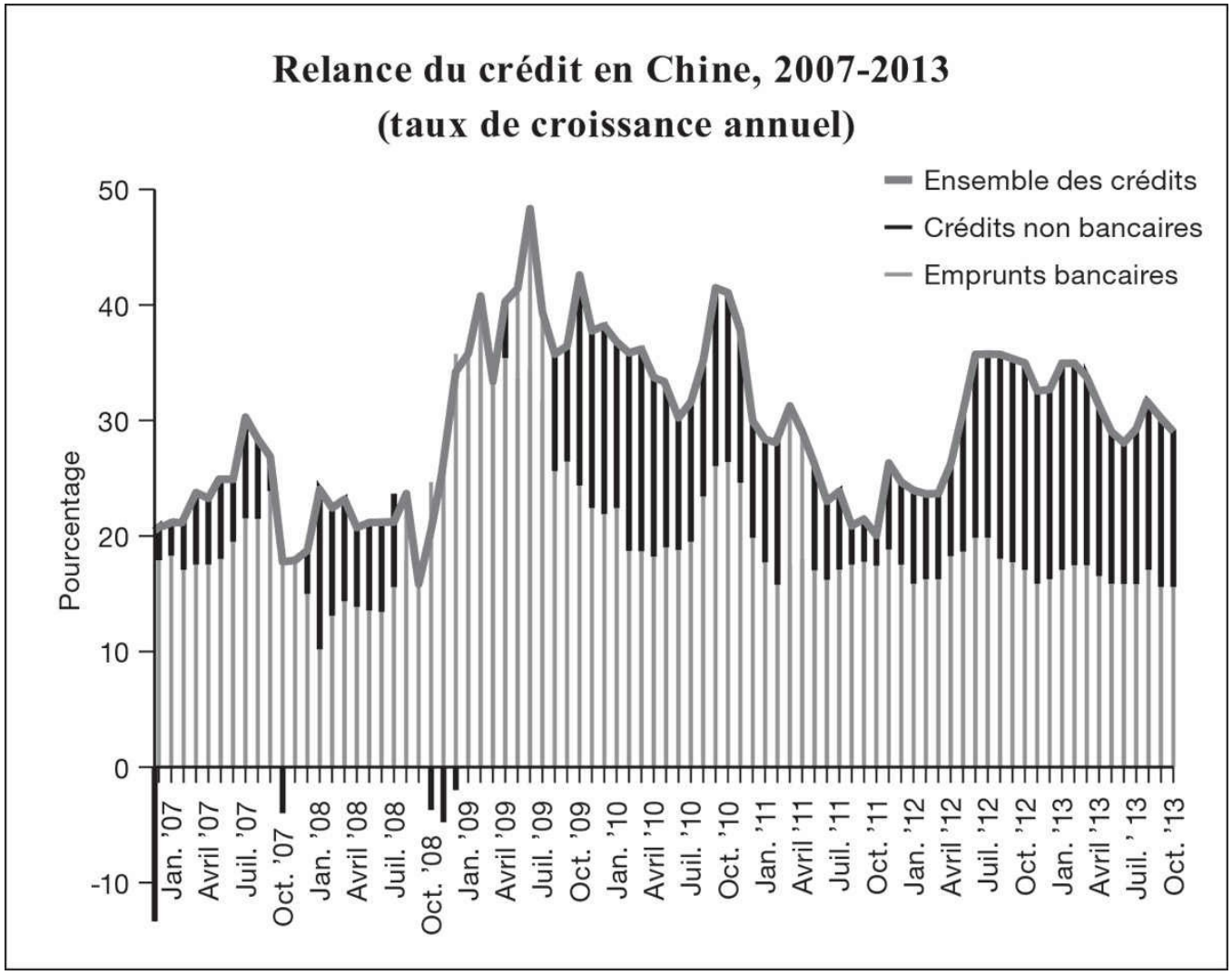
Les objectifs des autorités chinoises sont ainsi clairs. Et il est tentant d'imaginer que ces priorités sont déployées dans tout le pays par un État omnipotent à parti unique. En pratique, le gouvernement central chinois est une présence lointaine par rapport à la taille et à la complexité de la nation la plus peuplée au monde. Si le gouvernement central est le premier responsable du recouvrement des recettes fiscales, les dépenses publiques sous le contrôle direct de Pékin ne représentent pas plus de 4 % ou 5 % du PIB depuis les années 1990, un chiffre très modeste par rapport à ses homologues américains ou européens. En Chine, 80 % des dépenses publiques ont lieu aux niveaux régional et local, où les dépenses passent entre 1994 et 2008 de 8 % à 18 % du PIB, alors même que le revenu national quintuple en Chine[27]. Le régime fonctionne donc grâce à la décentralisation et aux mécanismes indirects, qui amplifient son pouvoir et augmentent sa portée, mais qui déforment et distendent aussi les intentions de Pékin.

Sur le budget de 4 000 milliards de yuans affectés au plan de relance par le gouvernement central en novembre 2008, seuls 1 180 milliards de yuans sont versés directement à partir de fonds centraux. Le reste vient des autorités locales, un ratio d'un pour trois qui correspond environ à l'équilibre global entre les dépenses centrales et locales. C'est la nature décentralisée de l'appareil étatique qui rend absolument vitale la mobilisation du Parti communiste et de ses représentants dans tout le pays. Le Document central n° 18 dynamise les réseaux qui lient le Parti communiste, les autorités locales et les intérêts des entreprises.

C'est précisément ces éléments qui, au cours de la génération précédente, se sont associés pour doper la croissance économique spectaculaire de la Chine. Mais c'est la même combinaison d'éléments qui explique en grande partie la croissance bancale de la Chine. Pour respecter un objectif ou un quota fixé par le gouvernement central, il y a toujours un échangeur d'autoroute, un grand ensemble immobilier, un pont ou un parc industriel à construire et des profits à en tirer. À l'annonce du plan de relance, c'est précisément cette réaction en chaîne qui inquiète ceux qui défendent un modèle de croissance plus équilibré. Ordonnée par le gouvernement central, la relance risque de déchaîner les bulldozers de la machine à infrastructures. Les résultats confirment les pires craintes des détracteurs du plan. Dans la province de Hubei, qui compte 57 millions d'habitants et un PIB régional de 225 milliards de dollars en 2009, des projets sont en chantier en 2010 à hauteur de 363 milliards de dollars[28]. Des dépenses évaluées à 390 milliards de dollars et à 450 milliards de dollars sont prévues pour 2011 et 2012. Ça signifie qu'une seule province chinoise, qui a la population du Royaume-Uni et le PIB de la Grèce, entreprend un programme d'investissement plus ambitieux que tout plan de relance jamais envisagé aux États-Unis. Dans toute la Chine, un mois après l'initiative annoncée en novembre par le Conseil des affaires d'État, dix-huit provinces ont déjà proposé des projets dont le budget total est de 25 000 milliards de renminbi, soit six fois le montant initial de la relance et une somme équivalente à plus de 80 % du PIB chinois[29]. Non seulement ces projets de dépenses sont gargantuesques, mais ce sont des entreprises publiques qui s'en chargent. Depuis les années 1990, la stratégie du gouvernement central consistait avant tout à réduire la main-d'œuvre et à rendre plus efficaces ces instruments de la politique communiste du développement économique[30]. Mais dans le cadre de la relance, les entreprises publiques repassent au premier plan de la croissance chinoise.

L'incitation à dépenser est manifeste et vigoureuse. Mais d'un

point de vue économique, la question vitale est celle du financement. C'est le point clé de toute « relance » dans le cadre d'une politique budgétaire. Si les dépenses sont absorbées par des hausses d'impôts, toute augmentation du pouvoir d'achat est annulée. Emprunter en émettant des obligations absorbe l'épargne privée, ce qui risque de réorienter les portefeuilles des fortunes privées loin d'autres investissements. La création de crédit est le seul moyen infaillible de financer une relance si l'objectif est de ressusciter immédiatement une économie sous-employée. La relance de Pékin est très efficace précisément parce qu'elle associe des dépenses publiques colossales à un assouplissement spectaculaire de la politique monétaire.



Source : Y. Huang et C. Bosler, « China's Debt Dilemma », 2014, figure 1, http://carnegieendowment.org/2014/09/18/china-s-debt-dilemma-deleveraging-while-generating-growth-pub-56579. Données : UBS.

En Chine, non seulement de nombreuses entreprises industrielles sont sous le contrôle de l'État, mais le secteur bancaire est aussi sous l'influence directe de la banque centrale[31]. Quand elle souhaite garder la main sur le crédit, la Banque populaire de Chine ne se contente pas de fixer les taux d'intérêt, elle détermine des quotas d'émission de crédits pour chacune des grandes banques. Pour manipuler d'autant plus la circulation de crédit, elle emploie des taux de couverture plus ou moins élevés et des degrés plus élevés de « stérilisation » de ses interventions en devises. Tous ces mécanismes étaient autrefois courants en Occident et sont un héritage de la Seconde Guerre mondiale. Mais à partir des années 1970, la régulation directe du crédit bancaire est progressivement abandonnée. Pour lutter contre la crise en 2008, ces outils de contrôle bancaire donnent un avantage remarquable à Pékin. En septembre et novembre 2008, la Banque populaire de Chine inverse la contraction du printemps en réduisant son taux d'intérêt de quasiment 5 %. Elle annonce ensuite qu'à compter de 2009, elle doublera les objectifs de prêt des banques, qui passeront de 4 700 milliards de renminbi à 10 000 milliards de renminbi. Les taux de couverture sont abaissés de 25 % pour les banques plus petites. C'est, d'après le Comité de la politique monétaire de la Banque populaire de Chine, « un assouplissement convenable de la politique monétaire » pour appuyer les priorités du plan de relance[32].

Les banques réagissent. La Bank of China émet à elle seule des emprunts à hauteur de 1 000 milliards de yuans au cours du premier trimestre 2009 ; elle est suivie de l'Agricultural Bank of China, de la China Construction Bank et de l'Industrial and Commercial Bank of China. En tout, au premier trimestre 2009, les émissions de crédit atteignent 4 600 milliards de yuans, les quatre principales banques étant responsables de 3 433 milliards de yuans. Le montant des nouveaux crédits émis en trois mois est supérieur à la relance budgétaire officielle des deux années suivantes. Pendant ce temps, les autorités

provinciales et municipales sont incitées à travailler avec les banques locales. Le principal mécanisme de financement de leurs dépenses locales est les entreprises municipales d'investissement, qui sont des instruments de financement pour les autorités locales, surnommés les « troupes de choc de la relance ». Ces entités à vocation spéciale sont dotées de parcelles de terrains municipaux qui servent de garanties à des emprunts pour financer des projets de développement [33]. Entre 2008 et 2010, la dette des autorités locales passe de 1 000 milliards de renminbi (146 milliards de dollars) à la somme estimée de 10 000 milliards de renminbi (1 700 milliards de dollars)[34].

À l'apogée du plan de relance, au premier semestre 2009, les émissions d'emprunts atteignent 7 370 milliards de renminbi. C'est une hausse de 50 % par rapport à l'année précédente, qui était déjà extrêmement dynamique. À la fin de l'année, le volume total des prêts atteint 9 600 milliards de yuans[35]. En ajoutant le déficit public global à la croissance du crédit bancaire dépassant l'expansion annuelle de 15 % qui était la norme en Chine les années précédentes, nous avons une idée de l'ampleur véritable de la relance chinoise. En 2009, c'est une opération extraordinaire – 950 milliards de yuans en déficit, 467 milliards de yuans de financement obligataire supplémentaire et 5 000 milliards de yuans en emprunts bancaires en plus de la croissance qui était la norme, soit une impulsion budgétaire totale de 6 487 milliards de renminbi ou 19,3 % du PIB[36].

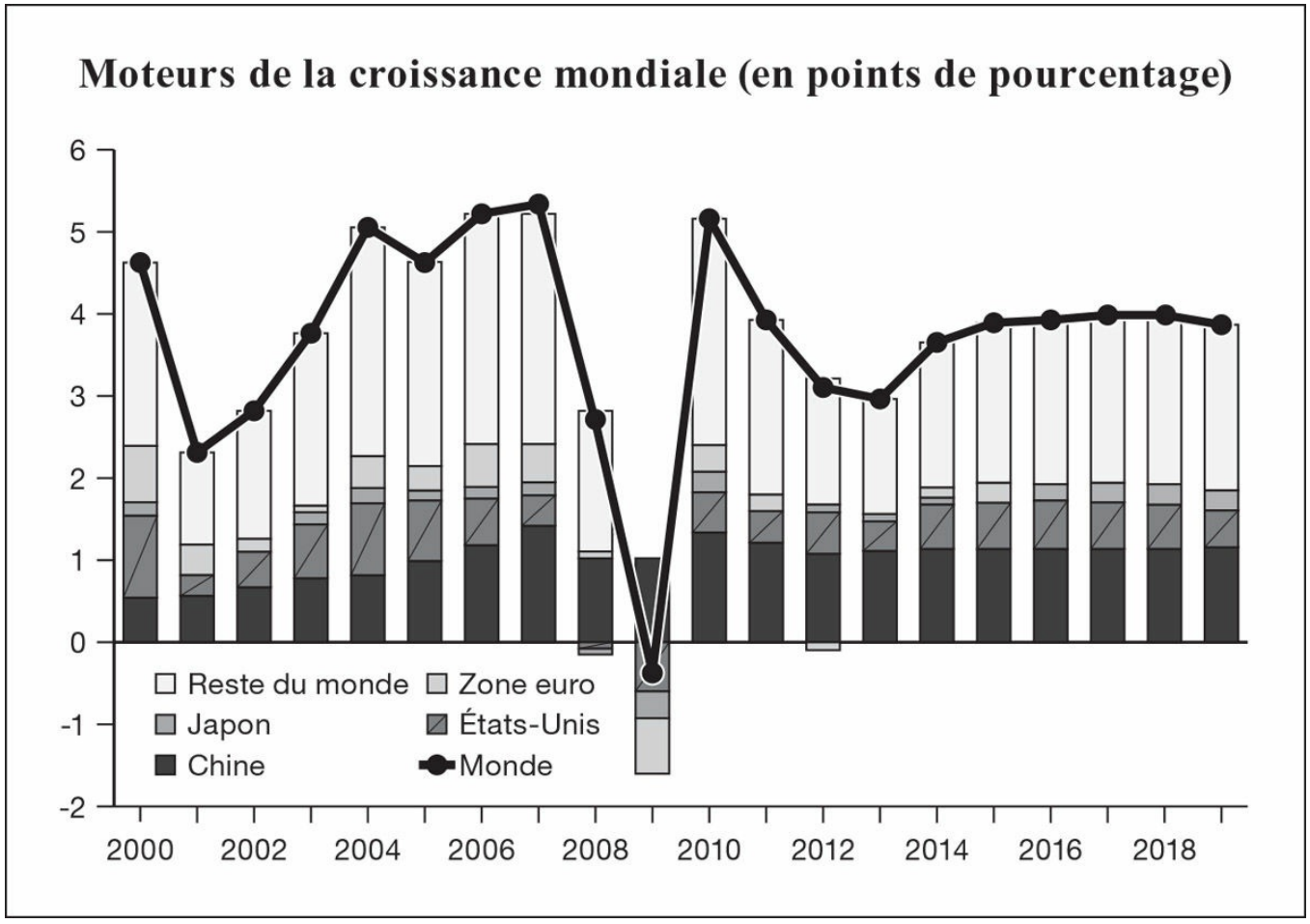
Le Big Bang : emprunts bancaires et relance budgétaire en Chine, 2008-2010

Relance (en milliards de RMB)	2008	2009	2010
Déficit budgétaire	111	950	650
Nouveaux emprunts bancaires nets	252	5 070	1 936
Nouveaux financements obligataires nets	251	467	-232
Total	**614**	**6 487**	**2 354**
Relance (en % du PIB)			
Déficit budgétaire	0,4 %	2,8 %	1,6 %
Nouveaux emprunts bancaires nets	0,8 %	15,1 %	4,9 %
Nouveaux financements obligataires nets	0,8 %	1,4 %	-0,6 %
Total	**2,0 %**	**19,3 %**	**5,9 %**

Source : C. Wong, « The Fiscal Stimulus Program and Problems of Macroeconomic Management in China », 2011, tableau 4, https://ora.ox.ac.uk/objects/uuid:4b8af91e-89c7-4a25-be7c-2394cd3c4e9b. Données : China Data Online.

Ce pic phénoménal de croissance est mis en œuvre par divers moyens, mais c'est l'État qui donne l'impulsion et ce coup de pouce vient s'ajouter à un taux de croissance chinois d'ores et déjà impressionnant. En tenant compte de l'ensemble des mécanismes, c'est une intervention incomparable, par son ampleur, à toute autre campagne lancée à l'époque de Mao ou du communisme soviétique. Les économies capitalistes occidentales n'ont connu de telles mobilisations qu'en temps de guerre. Le niveau d'investissement au sein de l'économie chinoise grimpe en flèche et frôle 50 % du PIB – un chiffre rarement atteint dans l'histoire, voire jamais. C'est suffisant pour compenser même le pire choc subi par le commerce mondial[37]. À 9,1 %, le taux de croissance chinois en 2009 est à peine plus bas qu'en 2009 et il est de loin supérieur à celui de n'importe quel autre pays dans le monde. Et au vu de l'envergure atteinte par

l'économie chinoise grâce à cette expansion, c'est décisif. En 2009, pour la première fois à l'époque moderne, c'est le mouvement de l'économie chinoise qui soutient toute l'économie mondiale. Associées à l'injection colossale de liquidités de la Fed américaine, les relances budgétaire et financière chinoises sont la principale force qui contrecarre la crise mondiale. Si elles ne sont pas des stratégies coordonnées, elles laissent imaginer un G2 : la Chine et les États-Unis guidant le reste de la planète.



Source : S. Barnett, « China : Size Matters », FMI (blog), https://blogs.imf.org/2014/03/26/china-size-matters/.

III

Étant donné les conclusions géopolitiques à tirer du fait que la Chine « dépasse » les États-Unis, il vaut la peine de noter que la mobilisation de 2008 ne s'inscrit dans aucun plan-cadre. C'est une réaction hyperactive à une urgence imprévue, qui frappe la Chine depuis l'extérieur. L'origine de ce choc se trouve en Occident. Il déchaîne des forces en Chine qui poussent son économie dans une direction que les autorités de Pékin ont du mal à contrecarrer et qui est très impopulaire en Chine. Et l'incidence spectaculaire de la relance a des conséquences politiques et géopolitiques, ainsi qu'économiques.

L'intervention publique sensationnelle s'intègre bien aux récits populaires sur l'essor de la Chine. Au début du XXIe siècle, les Chinois adorent les séries et les films qui se penchent sur la question de la grandeur et décadence des grandes puissances[38]. Sur Internet, on assiste à un pic spectaculaire de débats publics sur la « grandeur chinoise » et le « modèle chinois[39] ». Dans le reste du monde, des enquêtes réalisées par l'institut de sondage américain Pew enregistrent un changement radical de la façon dont le grand public perçoit le centre de gravité mondial. À mesure que les gens digèrent l'impact de la crise économique, le nombre de personnes interrogées qui identifie les États-Unis comme l'économie dominant le monde baisse fortement. En 2010, énormément de personnes sondées, à la fois aux États-Unis et en Europe, identifient la Chine comme « la première économie mondiale[40] ». Matériellement, le Parti communiste et les coalitions de croissance qui l'entourent s'en trouvent renforcés. En raison de la décentralisation chinoise, ces coalitions prennent diverses formes, de l'hypermodernité de Shanghai au néomaoïsme du « modèle de Chongqing » de Bo Xilai. Il est toutefois frappant que ce soit en majorité des coalitions civiles. Contrairement à d'autres exemples historiques de soudaines poussées de croissance, la relance chinoise n'a pas lieu sous l'impulsion du complexe industrialo-militaire.

Contrairement à des subordonnés du réseau mondial des États-Unis, comme le Japon ou l'Allemagne, la Chine a une vision traditionnelle de sa puissance nationale. Elle part du principe que l'autonomie nationale nécessite d'être autonome en matière de défense. Étant donné l'essor phénoménal de l'économie chinoise, les dépenses militaires augmentent parallèlement au reste. Dès 1999, le complexe militaro-industriel a été restructuré pour être plus compétitif. En 2005-2006, l'armée chinoise élabore un programme de modernisation technologique de grande ampleur[41]. Mais il révèle uniquement le retard qu'a accumulé la Chine en la matière. L'armée compte trop de soldats et sa force de frappe est insuffisante sur le plan technologique. Une société qui s'enrichit aussi vite que la Chine n'est pas un milieu favorable à la profession sous-payée de soldat. Les équipements et infrastructures militaires chinois sont très en retard par rapport aux armées occidentales, mais aussi en retard par rapport aux objectifs fixés par le secteur privé chinois, en pleine expansion. Malgré une augmentation rapide en termes absolus, les dépenses militaires de la Chine plafonnent à 2 % durant toute la crise en part du PIB – ce pourcentage est moitié moins élevé que celui des États-Unis depuis le 11 septembre 2001. Quand le plan de relance civil est lancé en 2008-2009, la part des dépenses militaires sur l'ensemble des fonds publics passe de 12 % à 6 %[42].

Ces informations sont publiques, mais Washington revendique sa domination mondiale et ne tolère aucune provocation. En mars 2009, quand une flottille de chalutiers chinois s'en prend à un navire américain en reconnaissance près de l'île de Hainan, l'incident est immédiatement assimilé à une confrontation potentielle[43]. Les premières rencontres du gouvernement d'Obama avec les Chinois sont glaciales. Quand le secrétaire au Trésor, Tim Geithner, déclare à l'université de Pékin que la dette américaine est « parfaitement sans danger », des étudiants nationalistes sont hilares[44]. Comme le note un analyste américain, « 2009 et 2010 resteront les années où

la Chine est devenue un interlocuteur problématique[45] ». À ce stade, il est difficile de déterminer si c'est le reflet de son ambition géopolitique. De leur côté, les stratèges de Washington estiment que c'est anecdotique[46]. C'est l'économie chinoise qui a un poids décisif. Washington est convaincu que le potentiel militaire chinois se développera avec le temps, ainsi que son ambition. Sa croissance économique spectaculaire sous-tend ces deux points et c'est la capacité de Pékin à les maîtriser qui est décisive. En ce sens, la crise financière est une transition, tant pour l'Occident que pour la Chine. Au vu de la réponse de Pékin à la crise de 2008, son émergence comme force décisive sur la scène internationale est indéniable. Tout aussi indéniable est l'autre leçon que nous apprend l'année 2008 : si la Chine n'est pas dépendante des exportations, ses liens d'interdépendance avec l'Occident sont nombreux et étroits. Elle peut partiellement les maîtriser, mais pas s'en isoler. Depuis le début des années 2000, l'ambition de Washington était de faire de la Chine une « partie prenante responsable » de l'économie mondiale. La situation est maintenant inversée. Après la crise, Pékin a besoin de savoir ce qu'elle peut attendre des États-Unis. C'est ce que Gao Xiqing fait remarquer au journaliste lors de son entretien pour *The Atlantic* : « Pourquoi ne pas y réfléchir ensemble ? Si la Chine a 2 000 milliards de dollars [d'actifs américains], le Japon près de 2 000 milliards de dollars, la Russie une somme non négligeable, tout comme de nombreux autres pays, alors oublions les divergences idéologiques et réfléchissons à ce qui est préférable pour tout le monde. Nous pouvons rassembler toutes les personnes concernées et créer ce que certains appellent un second système de Bretton Woods, tout comme l'avait fait la première convention en 1944[47]. »

Chapitre 11

LE G20

Le plan de relance chinois bénéficie à tous ses partenaires commerciaux, de l'Australie au Brésil[1]. Dans le monde entier, les échanges commerciaux avec la Chine augmentent[2]. Néanmoins, s'il faut reconnaître l'ampleur et la portée de l'intervention chinoise, il est essentiel de ne pas tomber dans le piège qui consiste à négliger tout le reste. Si nous remplaçons une perspective occidentale étroite par un prisme uniquement fixé sur la Chine, nous manquerons les revirements et la complexité de la transition qui mène à un monde véritablement multipolaire. Dix ans après les crises de la dette sur les marchés émergents, en 1997 et 1998, c'est précisément la réaction stratégique des économies émergentes qui est impressionnante en 2008. Lors de l'Assemblée générale des Nations unies à New York, en septembre 2008, ce sont les pays d'Amérique latine qui sont les plus virulents, mais c'est la réaction de « l'Asie émergente » à la crise qui impose un rythme aux autres.

I

Pendant l'été 1997, la crise financière asiatique a commencé en Thaïlande et s'est ensuite propagée dans toute l'Asie du Sud-Est et en Indonésie, en Malaisie et à Singapour, avant de rebondir trois mille kilomètres au nord et de faire des ravages en Corée du Nord. Après une année de grave récession, la Thaïlande, l'Indonésie, la Malaisie et la Corée du Sud retrouvent le chemin de la croissance en 2000. Leur PIB combiné de 2 300 milliards de dollars en 1997 (en parité de pouvoir d'achat) a quasiment doublé en 2008, pour atteindre 4 400 milliards de dollars[3]. Leur poids dans l'économie mondiale (en parité de pouvoir d'achat) est comparable à la somme des économies française et italienne, ou californienne et texane. En termes de politique économique, les pays d'Asie de l'Est sont exemplaires. Après avoir tiré les leçons des crises des années 1990, elles ont adopté des politiques budgétaires strictes et accumulé des réserves de devises colossales. L'Indonésie, où la crise de 1998 entraîne la chute du dictateur Suharto, adopte même un carcan budgétaire inspiré des critères de Maastricht[4]. Cette discipline est restrictive, en particulier pour une économie en développement qui a besoin d'investissements publics, mais quand la crise frappe en 2008, l'Asie de l'Est et du Sud-Est a une marge de manœuvre[5]. Et ces régions en ont besoin. Si la crise ne naît pas en Asie, ses pays sont extrêmement vulnérables aux chocs mondiaux.

En 2008, c'est la Corée du Sud qui est la plus menacée. Ses champions de l'exportation regroupés sous le terme *chaebol* (Daewoo, Hyundai, Samsung), ainsi que leurs gigantesques aciéries, chantiers navals et usines automobiles, accusent un coup brutal. « Nous sommes les dégâts collatéraux d'une crise dont nous ne sommes pas responsables, note un professeur de l'université de Corée à Séoul. Nous vivons dans un monde injuste[6]. » Que son impression d'être une victime soit justifiée ou non, elle ne saisit pas toute la complexité de la situation sud-

coréenne. Ce pays est une exception en Asie, une position qui le fragilise au même titre que l'Europe de l'Est ou la Russie, mais c'est en raison de l'intégration mondiale de son système financier[7]. Après le choc des années 1990, la banque centrale sud-coréenne a veillé à accumuler d'importantes réserves de devises, soit 240 milliards de dollars à l'été 2008. Mais cette thésaurisation n'annule pas les vulnérabilités du système financier coréen. Contrairement à l'Europe, les *subprimes* ne sont pas un problème. La Corée du Sud ne détient que 850 millions de dollars de titres hypothécaires toxiques en provenance des États-Unis[8]. Ce ne sont pas les actifs, mais le financement du bilan, qui pose problème. Depuis le début des années 2000, Séoul s'est présentée en plaque tournante régionale de la finance en Asie du Nord-Est. Elle a libéralisé les flux monétaires et de capitaux. Une grande partie du secteur bancaire sud-coréen est aux mains d'investisseurs étrangers et les banques coréennes ont adopté le nouveau modèle instable du financement de gros, soit des emprunts à court terme sur les marchés mondiaux du dollar afin d'investir à long terme à des taux plus élevés en Corée. Cette stratégie est d'autant plus intéressante que les exportations sud-coréennes sont en plein essor et que le won coréen est de plus en plus fort face au dollar. Pour les *chaebol*, il s'agit d'éviter une dévaluation de leurs recettes en dollars tirées des exportations. Une possibilité consiste à emprunter en dollars et à investir dans des actifs coréens, pour ainsi rembourser le prêt en dollars à des taux de change plus favorables par la suite[9]. L'opération est rentable si le financement à court terme en dollars reste bon marché et que les taux de change continuent d'évoluer comme prévu. En juin 2008, grâce à cette tactique de couverture, les entreprises sud-coréennes ont un encours de 176 milliards de dollars en prêts à court terme libellés en dollars, soit une hausse de 150 % par rapport à 2005. Le secteur bancaire est endetté de 80 milliards de dollars, qui doivent être reconduits avant l'été 2009.

Quand les marchés de prêts à court terme en dollars

s'effondrent partout dans le monde et que la valeur du dollar grimpe en flèche, la logique de l'opération de portage sur le won et le dollar s'inverse brutalement. Les entreprises coréennes s'empressent de limiter leur exposition au risque, mais parallèlement, un cycle catastrophique s'enclenche. L'achat de dollars par anticipation entraîne un effondrement immédiat de la valeur du won. La panique s'accentue quand les réserves de monnaie nationale s'approchent dangereusement du seuil psychologique de 200 milliards de dollars[10]. Entre l'été 2008 et mai 2009, le won plonge, passant de 1 000 à 1 600 wons pour un dollar, ce qui augmente le coût local des prêts en dollars de 60 %. Seule l'Islande, minuscule pays, subit une dépréciation plus drastique lors de sa faillite. Pour les emprunteurs coréens, le coût d'assurer des obligations en dollars contre le défaut passe de 20 points de base (0,2 % de la valeur de l'emprunt) durant l'été 2007 à 700 points de base en octobre 2008[11]. Ajouter 7 % aux intérêts d'une obligation bancaire exclut tout emprunt supplémentaire jusqu'à nouvel ordre. Même les banques qui bénéficient de l'appui de l'État, comme Woori, sont écartées des marchés de mise en pension.

L a Corée du Sud est le seul pays d'Asie qui subit la chute des exportations, la dévaluation et une grave crise de liquidité en 2008. Mais l'association de ces trois facteurs a des répercussions dramatiques dans toute la région. En Thaïlande, la crise financière coïncide avec l'intensification d'une crise politique, qui culmine par des manifestations de grande ampleur, l'occupation de l'aéroport de Bangkok par des manifestants de la classe moyenne et, en décembre 2008, le renvoi sur décision judiciaire du gouvernement dirigé par le Parti du pouvoir populaire (PPP), affilié à l'oligarque exilé et ancien Premier ministre, Thaksin Shinawatra. L'exportation de marchandises et les services, notamment le tourisme, correspondant à près de 70 % du PIB, les troubles sociaux menacent l'économie thaïlandaise[12]. Entre le troisième trimestre 2008 et 2009, les exportations thaïlandaises chutent de 25 %. Dans le cas de

l a Malaisie, la dépendance aux exportations est d'autant plus grande, soit 103 % du PIB[13]. La valeur des exportations est supérieure au total du PIB car la Malaisie, encore plus que la Chine, est une plaque tournante où les industriels du monde entier font assembler des matières premières importées ainsi que des sous-composants. Pendant l'hiver 2008-2009, le secteur manufacturier mondialisé de la Malaisie se contracte de 17,6 %. Les usines d'assemblage d'appareils électroniques subissent une contraction annualisée de 44 %. Contrairement à la Thaïlande et à la Malaisie, les exportations ne correspondent qu'à 20 % du PIB en Indonésie – le plus grand et le plus pauvre des pays de l'ANASE. Mais ces exportations sont des matières premières, dont les prix plongent à compter de l'été 2008.

Pour les économies asiatiques qui accusent principalement le choc des exportations, la réaction politique est simple : une relance budgétaire et monétaire. Aucune des interventions n'est aussi ambitieuse qu'en Chine, mais elles sont toutefois impressionnantes. En Thaïlande, après le « coup d'État judiciaire » de décembre 2008, un nouveau gouvernement prend ses fonctions, étroitement lié à la classe dirigeante de Bangkok, à la famille royale et à l'armée. Il est dirigé par Abhisit Vejjajiva, qui a fait ses études à Eton et à Oxford. Étant donné l'impact de la crise sur l'économie libérale de la Thaïlande et parce que Abhisit Vejjajiva doit asseoir sa légitimité, il entreprend immédiatement un plan de relance. La première phase, annoncée en janvier 2009, est de 116,7 milliards de bahts, soit 1,3 % du PIB. Priorité est donnée à la consommation des ménages, notamment au moyen de « chèques pour sauver la nation » distribués via la sécurité sociale, de bonus pour les personnes âgées et de subventions pour l'enseignement public. Parallèlement, la Banque de Thaïlande réduit les taux d'intérêt à 1,25 % – par opposition au record de 12,5 % atteint pendant la crise de 1998 – et ordonne à six banques publiques d'accélérer l'émission de prêts, notamment aux petites entreprises. Mais le plan de janvier n'est que le début. À mesure que la crise

s'aggrave, Abhisit Vejjajiva démultiplie le plan de relance, qui finit par atteindre l'équivalent remarquable de 17 % du PIB de 2009 – soit 40 milliards de dollars à dépenser sur les quatre années suivantes. En 2009, le déficit budgétaire passe de 1 % à 5,6 % du PIB[14].

Par rapport à ses voisins à la merci des exportations, l'Indonésie est relativement préservée du choc mondial. En revanche, c'est de loin le plus grand État de la région et il est extrêmement difficile pour son gouvernement central de déployer efficacement ses ressources sur son territoire tentaculaire composé de milliers d'îles. Boediono, vice-président indonésien qui est aussi un ancien ministre des Finances et l'ancien gouverneur de la Banque d'Indonésie, prend les rênes et choisit un plan de relance qui repose essentiellement sur des baisses d'impôts, plutôt que sur des dépenses publiques[15]. Cette décision signifie que sur une main-d'œuvre de 97 millions de personnes et le total impressionnant de 48 millions de petites entreprises, seuls 10 millions de personnes et 200 000 sociétés enregistrées auprès de l'administration fiscale bénéficient des mesures. Mais au sein de ce groupe, l'impact est considérable. Les réductions d'impôts équivalent à 1,4 % du PIB en parité de pouvoir d'achat. Ça semble peut-être modeste, mais au vu du budget tout aussi modeste du gouvernement central indonésien, les sommes en jeu correspondent à 10 % des dépenses publiques.

Comme en Thaïlande, la crise frappe la Malaisie à une période d'instabilité politique. Le parti nationaliste au pouvoir traverse une crise de succession. Quand le gouvernement du Premier ministre Abdullah Ahmad Badawi se désintègre, ce n'est pas une coïncidence si celui qui le remplace est l'énergique ministre des Finances, Najib Razak. Il ne tarde pas à s'attribuer le mérite d'une relance de 16,4 milliards de dollars lancée au printemps 2009. C'est « la plus grande initiative de relance économique jamais entreprise par la Malaisie » : en tenant compte des baisses d'impôts et des garanties, elle équivaut à 9 % du PIB[16]. Elle est présentée comme une étape décisive en vue de

rajeunir le « Nouveau modèle économique », qui était censé guider le développement de la Malaisie depuis son indépendance. Propulsée par les investissements étrangers et l'essor de l'industrie pétrochimique, la Malaisie espérait se catapulter vers le statut d'économie avancée et être l'égale de Singapour, la voisine qu'elle envie. La banque centrale met en place des réductions fiscales et des baisses de taux d'intérêt, mais les principaux moteurs du programme sont le ministère des Finances et le Khazanah Nasional, fonds souverain de la Malaisie. L'un des principaux véhicules de leurs prêts est le 1Malaysia Development Berhad (1MDB), un fonds conçu pour rediriger des pétrodollars du Golfe vers le développement national malaisien et pour servir d'interlocuteur dans le cadre de projets d'infrastructure menés par le réseau électrique chinois, appelé State Grid. Lors de son lancement, l'initiative de Najib Razak est applaudie dans le monde entier. La Malaisie passe de la 18e à la 10e place du classement mondial de la compétitivité, publié par l'International Institute for Management Development, et suscite des investissements considérables de Goldman Sachs et Citigroup. La branche de Goldman Sachs à Singapour est particulièrement motivée et propose une émission d'obligations à hauteur de 6,5 milliards de dollars par 1MDB. Ce n'est que plus tard, à l'issue d'enquêtes menées par le *Wall Street Journal* et le *New York Times*, que l'on apprend que le 1MDB n'était pas qu'un véhicule de développement économique pour la Malaisie et d'honoraires alléchants pour Goldman Sachs. Il permettait aussi au Premier ministre malaisien de se livrer à des actes de corruption brassant des milliards de dollars[17].

L'ensemble de l'Asie accuse le choc des exportations. Ce qui distingue la Corée du Sud est la situation d'urgence que traverse son secteur financier. Pour compenser la fermeture des marchés de financement en dollars, l'État coréen est contraint, en octobre 2008, de fournir 100 milliards de dollars pour garantir des emprunts étrangers et au moins 30 milliards de dollars sous forme de liquidités et de mesures de soutien. La mobilisation

coréenne pour lutter contre la crise à l'automne 2008 ne se limite pas à l'État. Les grands exportateurs du pays, notamment l'aciériste Posco, Hyundai et Samsung, injectent des centaines de millions de dollars dans la Bourse de Séoul pour atténuer la pression sur le won[18]. La caisse nationale coréenne des retraites propose d'acheter des obligations bancaires pour alléger les difficultés de financement. Pendant ce temps, le président coréen, Lee Myung-bak, ancien P-DG de la division du bâtiment d e Hyundai, appelle les citoyens à limiter leur utilisation de combustibles fossiles importés et à utiliser leur épargne personnelle en dollars pour sauver le won. Les files d'attente aux bureaux de change sont à la fois une preuve gratifiante de patriotisme et le signe inquiétant de la gravité de la situation. Parallèlement, la Banque de Corée intervient sur les marchés de change afin d'éviter à tout prix l'effondrement total du won. Mais la mesure qui permet le plus efficacement d'interrompre la panique est une aide venue de l'extérieur[19]. Le 30 octobre, l a Banque de Corée annonce l'ouverture d'un accord de crédit réciproque de 30 milliards de dollars avec la Fed, lui permettant ainsi de vendre aux enchères de généreuses quantités de dollars. Une fois que les bourses étrangères ne sont plus en panique, Séoul peut commencer à restaurer son secteur bancaire. Début 2009, le gouvernement sud-coréen émet 55 milliards de dollars de liquidités aux prêts interbancaires et met de côté 23 milliards de dollars pour restructurer des banques et des prêts improductifs. Il y ajoute un fonds de stabilisation du marché obligataire de 7,8 milliards de dollars et un fonds de 31,3 milliards de dollars affecté à la restructuration d'entreprises. Et de son côté, le président Lee Myung-bak est fidèle à son surnom – « le Bulldozer » – et ouvre l'année 2009 par un gigantesque programme de construction, dont le budget atteint 94 milliards de dollars sur quatre ans[20]. Les principaux projets sont de grands investissements dans le nucléaire, la rénovation du réseau ferré et la restauration de quatre grands fleuves – l'initiative favorite du président, estimée à 15 milliards

de dollars, vise à réhabiliter les lits de ces cours d'eau et à construire de nouveaux barrages[21]. La Corée du Sud, promet le président, atteindra non seulement une croissance de 7 %, un revenu par habitant de 40 000 dollars et la 7e place du classement des économies nationales (son slogan est « 7-4-7 »), mais deviendra aussi un précurseur de la « croissance verte ».

Dans toute l'Asie de l'Est et du Sud-Est, la réaction à la crise de 2008 est historique. Après un constat de dépendance humiliante au FMI et au gouvernement de Clinton en 1997, les pays tels que la Thaïlande, la Malaisie et la Corée du Sud atteignent un nouveau degré d'autonomie. Ce n'est pas simplement une question de compétence technocratique, pas plus qu'en Chine ou en Occident, quoique ces pays n'en manquent pas. Les grandes offensives de relance sont des interventions politiques de A à Z. Mais quels que soient les intérêts locaux mobilisés dans chaque cas, les réponses stratégiques des marchés émergents asiatiques sont efficaces. Et Washington reconnaît cette nouvelle résistance. Si les représentants de la Fed défendent un crédit réciproque pour la Corée du Sud, c'est notamment parce qu'ils sont convaincus que Séoul n'est plus disposée à faire appel au FMI. Et il vaut mieux accueillir discrètement la Corée du Sud à la table des grands que risquer un affrontement politique susceptible de bouleverser les marchés mondiaux, qui restent fragiles[22]. Les économies asiatiques rebondissent rapidement et en peu de temps, elles attirent de nouveau les capitaux étrangers. En outre, deux d'entre elles, la Corée du Sud et l'Indonésie, rejoignent une nouvelle organisation conçue spécifiquement pour refléter la complexe réalité d'une économie mondiale multipolaire.

II

Le G20 doit son existence à une initiative lancée en décembre 1999 par le secrétaire au Trésor, Larry Summers, et le Premier ministre canadien, Paul Martin. Leur idée est de créer un forum sur la gouvernance mondiale qui soit plus représentatif que les institutions issues de Bretton Woods, comme le FMI et la Banque mondiale, mais moins ingérable que les Nations unies. Ils s'arrêtent sur le chiffre rond de vingt membres. L'histoire veut que la liste ait été rédigée par l'adjoint de Larry Summers, Tim Geithner (alors chargé des relations internationales au Trésor américain), et par Caio Koch-Weser, ancien directeur à la Banque mondiale puis numéro deux du ministère allemand des Finances. En s'appuyant sur des données relatives au PIB, à la population et au commerce international, ils parcourent une liste de tous les pays, pour « cocher certains États et en barrer d'autres : Canada, oui, Espagne, non, Afrique du Sud, oui, Nigéria et Égypte, non, Argentine, oui, Colombie, non, etc.[23] ». Une fois la liste validée par le G8, les invitations sont envoyées aux ministères des Finances et aux banques centrales concernées. Il n'y a aucune discussion ou consultation préalable. Les pays riches décident de former un club plus grand et demandent à douze membres de les rejoindre. C'est la gouvernance mondiale en toute simplicité.

Tout au long des années 2000, le G20 fonctionne comme un forum de haut niveau où se retrouvent des experts techniques[24]. Les réunions sont souvent superficielles et certains ministres de Finances trop occupés n'y assistent pas. Mais Paul Martin ne démord pas de son idée et veut que le G20 devienne un véritable sommet de chefs d'État. Sans que personne n'en soit surpris, il subit l'opposition du gouvernement de Bush, qui préfère des relations bilatérales avec la Chine et, plus généralement, les coalitions qui se forment naturellement avec les parties intéressées. Ainsi, il n'est pas couru d'avance que ce forum intergouvernemental ad hoc soit la plateforme mondiale

qu'utilisent les principales économies mondiales pour réagir à la crise financière. Quand Nicolas Sarkozy s'adresse à l'Assemblée générale des Nations unies en septembre 2008, il appelle à l'expansion du G8 afin qu'il devienne un G13 ou G14 en invitant la Chine, l'Inde, l'Afrique du Sud, le Mexique et le Brésil. La France et le Japon préfèrent un groupe plus restreint afin d'optimiser leur influence. C'est le Premier ministre britannique, Gordon Brown, qui s'approprie la proposition et qui, après l'Assemblée générale de septembre 2008, improvise une réunion à New York afin d'élaborer une proposition conjointe pour la Maison-Blanche. Il s'agit de réussir à recruter les États-Unis et de déterminer qui participera à ce nouveau groupe. Le Royaume-Uni est favorable au format du G20, tout comme l'Australie, le Canada et les pays de l'Amérique latine. Après la panique des sauvetages bancaires en septembre et début octobre, le gouvernement de Bush voit maintenant l'intérêt de coopérer. Mais la Maison-Blanche souhaite éviter une assemblée mondiale se tenant à New York sous les auspices de l'ONU, car elle comptera forcément de nombreux critiques du gouvernement américain en place. Les Américains préfèrent un sommet à Washington, permettant au FMI de donner un semblant de courtoisie aux événements. Si le FMI est traditionnellement dirigé par un Européen, les votes sont pondérés en fonction de la contribution financière de chaque pays, ce qui permet aux États-Unis d'avoir un droit de veto. C'est une structure qui convient au gouvernement de Bush. L'invitation au premier sommet des chefs d'État du G20 est lancée le 22 octobre, pour une rencontre prévue le 14 novembre. Peu avant de quitter la Maison-Blanche, Bush et son gouvernement, qui avaient donné mauvaise réputation à l'unilatéralisme, inaugurent à contrecœur un nouveau chapitre du multilatéralisme mondial.

Pour les nouveaux membres de ce cercle très fermé, dont l'Australie, le Brésil, la Corée du Sud et l'Indonésie, le G20 est une innovation réjouissante. Pour les États-Unis, c'est la promesse de pouvoir coordonner un minimum les plus

grandes économies mondiales. Pour la Chine, c'est un mécanisme pratique qui lui permet de renforcer son influence mondiale sans accepter trop de responsabilités. Mais le G20 est loin de faire l'unanimité. Comme le fait remarquer *Der Spiegel*, pour le ministre norvégien des Affaires étrangères, Jonas Gahr Støre, la formation d'une oligarchie d'États importants au niveau mondial est l'un des principaux revers de l'organisation internationale depuis la Seconde Guerre mondiale[25]. D'après lui, « L'esprit du congrès de Vienne [1814-1815], où les grandes puissances se sont rassemblées pour gouverner le monde, n'a pas sa place dans la communauté internationale contemporaine. Le G20 manque cruellement de légitimité et il doit changer. » Il ne mâche pas ses mots, mais quelque part, il est un peu hors sujet. Le congrès de Vienne était un sommet réactionnaire qui visait à restaurer l'ancien régime après la Révolution française et l'époque napoléonienne. Le G20 est certes un club exclusif, mais c'est un nouveau club, qui compte de nouveaux membres, dont la promotion au rang de puissance mondiale n'est peut-être pas bien vécue par un petit État européen comme la Norvège. Le principe structurant du G20 n'est pas la logique de l'ancien régime – soit l'équilibre des puissances ou la légitimité traditionaliste – et ce n'est pas non plus la logique du mondialisme tel qu'il convenait aux partisans de Roosevelt à l'époque du New Deal, en 1945. Le G20 reflète le nouveau monde créé à partir des années 1970 par la croissance économique mondialisée. Les nations représentées au G20 ne correspondent peut-être qu'à 10 % des États membres de l'ONU et à 60 % de la population mondiale, mais elles sont responsables de 80 % du commerce et de 85 % du PIB, un pourcentage qui est d'ailleurs en hausse. Le G20 ne prétend pas être un groupe équitable, d'autant moins avec les États qui n'en font pas partie. Mais les membres d u G20 se jugent trop importants à l'échelle du système économique mondial pour s'ignorer les uns les autres. Aux Nations unies, le caractère sélect du G20 suscite une sorte de contre-mouvement. Mais en 2009, quand l'Assemblée générale

de l'ONU convoque son propre comité sur la crise économique mondiale, le G20 n'y prête pas attention[26].

On reproche à l'ONU d'être creuse, ou d'être une scène mondiale où gesticuler. Créer un conseil qui rassemble les vingt pays les plus importants augure une méthode plus pragmatique. Mais la gouvernance mondiale selon le G20 sera-t-elle différente ? Le premier sommet du G20 à Washington, le 15 novembre 2008, n'est pas très encourageant. Le temps imparti est trop court. Les dirigeants récitent un par un une déclaration rédigée à l'avance. Une fois que les vingt participants se sont exprimés pendant quinze minutes, les cinq heures prévues sont écoulées. Les déclarations présentent divers degrés de discipline, de pertinence et de complexité. Les Allemands, les Australiens et les Canadiens visent juste. Sarkozy fait l'intéressant et exige des avancées dans le cycle de négociations de Doha, alors même que la défense de l'agriculture européenne par la France est l'un des principaux obstacles à la progression de la libéralisation du commerce mondial. Le Premier ministre italien, Berlusconi, n'a rien à dire sur l'économie, mais il souhaite une excellente continuation au président américain sortant, George W. Bush. Pour un forum « mondial », il y a encore trop d'Européens autour de la table[27]. Le Brésil et l'Argentine profitent de leur moment de gloire. Ils ont des revendications et veulent conclure le sommet par des piques qui s'adressent à Bush.

Au lieu de débattre franchement, les dirigeants valident une longue liste de 95 pré-engagements, parmi lesquels l'organisation d'un deuxième sommet au printemps suivant. Mais surtout, ils se mettent d'accord sur la nécessité de maintenir des flux commerciaux ouverts à l'échelle mondiale. Il n'y aura pas de foire d'empoigne protectionniste comme dans les années 1930. Ils conviennent aussi d'abandonner une vision étroite de la bienséance budgétaire et de ne pas décourager les déficits, mais ils ne s'entendent pas sur un plan de relance coordonné et mondial. L'importance du G20 résidera dans la capacité

des « grandes puissances » à fixer un cap à suivre par d'autres institutions mondiales. En novembre 2008, le FMI et le Forum de stabilité financière (FSF, l'assemblée mondiale des régulateurs bancaires) conviennent que le FSF définira de nouvelles normes pour les régulateurs financiers, que le FMI supervisera leur mise en œuvre et que toutes les organisations financières inviteront les économies émergentes dynamiques à rejoindre leurs rangs.

III

Si le G20 ne peut faire plus, c'est en partie car le sommet a lieu dix jours après l'élection présidentielle américaine. La Maison-Blanche est sous le contrôle des républicains depuis huit ans et le futur président, Barack Obama, augure un changement de ton. Il refuse néanmoins de voler la vedette au président sortant. La vision d'Obama en matière d'économie internationale reste floue. D'autres se chargent donc de projeter leurs fantasmes sur le futur gouvernement des États-Unis. Gordon Brown a fait pression pour que le deuxième sommet du G20 soit organisé à Londres. Les slogans du « New Labour » de Tony Blair ayant disparu, Gordon Brown et son équipe veulent à tout prix s'associer au charisme du nouveau président et à l'espoir qu'il incarne[28]. Mais les ambitions de Gordon Brown vont plus loin. Durant l'été 1933, Londres avait organisé une conférence économique mondiale. Appelée à guérir les blessures de la Grande Dépression, elle avait été minée par les affectations de l'Allemagne nazie, les divisions entre le Royaume-Uni et la France, et la position isolationniste du New Deal défendue par Roosevelt. En 1933, Londres avait symbolisé le début de la désintégration et le nationalisme économique qui ont ravagé les dix années suivantes. Gordon Brown est résolu à éviter une telle redite. Au contraire, Londres fait de son mieux pour présenter le G20 de 2009 comme une nouvelle convention de Bretton Woods [29]. Un œil sur les livres d'histoire, Gordon Brown et son équipe consultent des spécialistes de Franklin D. Roosevelt et du New Deal. Des biographies de John Maynard Keynes sont sur les tables de chevet du 10, Downing Street. Pour que cette histoire d'amour historique voie le jour, Londres a besoin que le reste du G20 joue le jeu. Et les signes n'augurent rien de bon.

La nouvelle équipe à la Maison-Blanche n'a que faire des nombreuses sollicitations des Britanniques. Elle se fiche de leur supposée « relation particulière ». Le gouvernement d'Obama est tourné vers le Pacifique et non vers l'Europe.

Le premier visiteur étranger reçu à la Maison-Blanche est le Premier ministre japonais, Tarō Asō. Mais avant tout, il s'agit de se concentrer sur la politique intérieure. Obama n'aurait peut-être même pas pris le temps d'assister au sommet du G20 si ses conseillers n'avaient pas prévu qu'il soit à Strasbourg le 4 avril pour célébrer le 60e anniversaire de l'OTAN. L'équipe de Gordon Brown organise le G20 les deux jours précédents afin de convenir au planning du président américain[30]. Pour préparer le terrain, Gordon Brown arrive à Washington le 3 mars 2009 pour s'entretenir avec Obama et prononcer un discours triomphant face aux deux chambres du Congrès. Il évoque en termes pathétiques une « grande aubaine » conclue à Londres et la négociation d'un « New Deal mondial[31] ». Il a en vue un « sommet qui vaut mille milliards de dollars », une gigantesque relance orchestrée pour sortir l'économie mondiale de la récession. Malheureusement pour les communicants des Travaillistes espérant tout maîtriser, le reste du monde n'y met pas du sien. Le 14 mars 2009, la chancelière Angela Merkel passe en coup de vent à une réunion des ministres des Finances qui se tient à Londres avant le G20. Le résultat, au grand dam de Gordon Brown, est une opposition concertée, orchestrée par Merkel et Christine Lagarde. Non seulement l'Allemagne et la France estiment qu'une relance de cette ampleur n'est pas justifiée, mais elles soupçonnent qu'elle est utilisée pour mettre de côté des questions plus sensibles à l'ordre du jour mondial. « Les Français et les Allemands craignent que le grand méchant de l'histoire – le comportement anglo-saxon sur les marchés – soit dédouané, car l'économie mondiale est désormais au centre de l'attention[32]. » Les États-Unis chercheront sûrement à discuter de l'excédent commercial d'autres pays et non de leurs dangereuses banques.

La réaction de la Chine est d'autant plus déconcertante. Au printemps 2009, Pékin s'impatiente face au manque de discipline de l'Occident. De l'avis chinois, ce sont les déficits américains

imprudents qui sont à l'origine des déséquilibres mondiaux. Maintenant, au lieu de se montrer raisonnables, le Royaume-Uni et les États-Unis envisagent d'augmenter leurs dépenses. Le 23 mars, une semaine avant le G20, le président de la banque centrale de Chine, Zhou Xiaochuan, surprend le monde quand il lance un appel indépendant à une nouvelle convention de Bretton Woods [33]. Les Chinois étaient présents à la première, en 1944, et ils n'ont pas de lacune en histoire économique [34]. Selon Zhou Xiaochuan, il est temps de réexaminer les décisions fondamentales prises en 1944. C'est la superpuissance des États-Unis à la fin de la Seconde Guerre mondiale qui avait permis au dollar de devenir la monnaie de réserve dans le monde entier. Depuis, les États-Unis ont pu dépenser à l'envi tout en accumulant des déficits colossaux. Pour garantir une véritable stabilité, comme l'avait avancé John Maynard Keynes au nom de la délégation britannique en 1944, le monde a besoin d'une unité monétaire mondiale indépendante de toute monnaie nationale. Zhou Xiaochuan est d'avis qu'il faut utiliser l'unité de comptabilité et de crédit du FMI, le droit de tirage spécial (DTS). Cette unité serait un véritable point d'ancrage permettant de garantir la stabilité, sans être à la merci d'une seule superpuissance. Des règles contraignantes seraient alors envisageables pour les nations déficitaires et excédentaires, les États-Unis comme la Chine.

On peut se demander pourquoi le régime chinois propose de modifier un système dont il a bénéficié de manière si spectaculaire. Après tout, c'est Pékin qui a adossé sa monnaie au dollar à partir des années 1990, créant ainsi ce que certains économistes avaient déjà surnommé « Bretton Woods 2 [35] ». À Washington, l'interprétation traditionnelle veut que la Chine profite de la situation aux dépens des États-Unis. C'est néanmoins une analyse occidentale. La Chine a fixé son taux de change en 1994 pour se défendre, à une époque où les États-Unis ont une politique budgétaire responsable. Si des déséquilibres colossaux sont apparus dans les années 2000, c'était dû, selon

Pékin, à l'irresponsabilité budgétaire des États-Unis et non à la manipulation monétaire chinoise. L'excédent d'exportations de la Chine est loin d'être une pure bénédiction. D'après Pékin, cet excédent renforce la croissance chinoise alimentée par les investissements et approfondit l'enchevêtrement bancal avec les États-Unis. Un compte commercial plus équilibré est le pendant naturel d'un effort pour concentrer la croissance économique sur la consommation intérieure[36]. Pendant ce temps, la proposition monétaire de la Banque populaire de Chine est un avertissement adressé au nouveau gouvernement américain et le signe que Pékin perd patience dans ses relations avec les États-Unis.

La proposition franche de la Chine attire plus l'attention que les rappels nostalgiques de Gordon Brown sur les années 1940, et ce à juste titre. La Chine n'a rien suggéré de si audacieux sur une question fondamentale de gouvernance mondiale depuis l'époque de Mao. Et la proposition chinoise concorde avec les déclarations de la France et de la Russie, qui remettent aussi en cause l'étalon-dollar. Elle est conforme aux projets élaborés aux Nations unies et dirigés par l'économiste lauréat du prix Nobel, Joseph Stiglitz, soit l'idée d'une monnaie mondiale reposant sur le DTS[37]. Washington est pris de court. Sous la pression des journalistes, Obama remarque que le monde n'a pas besoin, selon lui, d'une monnaie mondiale[38]. Son nouveau secrétaire au Trésor, Tim Geithner, est moins circonspect. Voulant apaiser les Chinois, il déclare, l'air de rien, qu'il est « tout à fait ouvert » à l'idée d'une « évolution » faisant la part belle au DTS en tant qu'actif mondial de réserve[39]. Les marchés monétaires sont sous le choc. Le dollar perd 1,3 centime face à l'euro. C'est du pain béni pour la droite républicaine et les commentateurs de Fox News, qui scandalisent leur public en affirmant que le gouvernement d'Obama complote en vue de remplacer le billet vert par une monnaie mondiale[40]. Tim Geithner en tire une sacrée leçon en matière de relations publiques. Il rétropédale vigoureusement et fait la tournée

des plateaux télévisés pour affirmer qu'il est du même avis que le président. Un dollar fort doit rester le point d'ancrage de l'économie mondiale.

Finalement, ce qui n'est peut-être pas étonnant, l'idée d'un « Bretton Woods 2 » suggérée par la Chine ne figure pas à l'ordre du jour du G20 organisé par Gordon Brown. Par ailleurs, la réalité de la situation depuis l'automne 2008 n'est pas non plus un sujet de discussion. Loin d'affaiblir la mainmise du dollar sur la finance mondiale, la crise l'a même renforcée[41]. Sur les marchés monétaires, la demande de bons du Trésor américain, vus comme un investissement infaillible, pousse à la hausse le cours du dollar. La Fed, grâce au mécanisme des crédits réciproques, est le filet de sécurité du système bancaire mondial en termes de liquidités. Si le G20 de Londres avait réellement été une seconde convention de Bretton Woods, alors le système bancaire reposant sur le dollar, les crédits réciproques et le nouveau rôle de la Fed comme fournisseur mondial de liquidités auraient été trois questions au cœur des débats. Ça n'aurait sûrement pas plu aux Européens, dont les banques sont les principaux bénéficiaires de ce système. Mais personne n'a intérêt à se vanter de ces dispositions précaires. Mieux vaut écarter complètement de l'ordre du jour les grandes questions relatives à l'architecture monétaire mondiale.

IV

C'est un numéro d'équilibriste délicat. Washington veut encourager la coopération, mais il n'est pas dans son intérêt de vanter le rôle crucial joué par la Fed et le Trésor depuis 2008. Les Britanniques veulent convaincre le nouveau président du bien-fondé d'un G2 faible, c'est-à-dire une relation particulière ravivée. Mais cette idée est douloureusement déconnectée de la réalité. Le matin du 1er avril 2009, après que Gordon Brown et Barack Obama ont pris le petit déjeuner ensemble au 10, Downing Street, le président américain s'adresse à la presse. Il complimente les talents diplomatiques de Gordon Brown, mais il précise : « Si Roosevelt et Churchill sont seuls tous les deux, un verre de cognac à la main, les négociations sont plus faciles. [...] Mais ce n'est pas le monde dans lequel nous vivons et ça ne doit pas être le monde dans lequel nous vivons[42]. » À l'autre bout de Londres, Merkel et Sarkozy soulignent le même point. Arrivés de bonne heure à Londres, eux aussi ont organisé un petit déjeuner et une déclaration commune. Selon les termes de Sarkozy, « l'Allemagne et la France parleront d'une seule voix [43] ». Il ne faut pas une relance budgétaire, mais une véritable vague de répression sur les marchés financiers mondiaux. Sarkozy menace de quitter la table des négociations si le sommet n'aborde pas sérieusement la question des paradis fiscaux. « Ce n'est pas une question de caprice, ce n'est pas une question d'ego », affirme-t-il pour devancer les critiques britanniques. Selon lui, la question qui se pose est la suivante : « On nous attend au rendez-vous, est-ce qu'on sera à la hauteur du rendez-vous ou pas ? » Merkel, comme à son habitude, donne une leçon de morale : « Nous avons tendance à ne pas nous attaquer aux racines du mal. Nous devons tirer des leçons de cette crise[44]. »

Cet après-midi-là, quand les chefs d'État du G20 se réunissent au palais de Buckingham, c'est un défilé de fortes personnalités. Quand il ne fait pas l'intéressant, Sarkozy se montre très occupé au téléphone. La présidente de l'Argentine, Cristina Fernández

d e Kirchner, reprend sa position anticapitaliste adoptée au premier sommet de Washington. L'Italien Silvio Berlusconi cherche désespérément à attirer l'attention d'Obama. Le reste du temps, il a tendance à piquer du nez. Merkel est imperturbable et inflexible. Les Chinois campent fermement sur leurs positions. Plusieurs chefs de gouvernement sont incapables de s'exprimer couramment en anglais et la plupart d'entre eux ne maîtrisent pas les documents à examiner. Cette assemblée est présidée par Gordon Brown, qui lance des regards noirs. En manque de sommeil, il est dans un état de surexcitation qui entraînera une descente tout aussi excessive. En sa qualité de président, Gordon Brown se livre à une performance dynamique et autoritaire qui, selon plusieurs témoins de la séance à huis clos, frôle de peu l'inconvenance. Le Premier ministre britannique a de la chance d'avoir Obama comme allié poli et attentif. À plusieurs reprises, les négociations manquent de peu d'être interrompues. Finalement, même si le processus n'est pas beau à voir et qu'il est parfois bizarre, le deuxième sommet du G20 donne des résultats à la fin de la seconde journée, le 2 avril.

Le communiqué commence et finit par des déclarations générales sur l'envergure de la crise et par des engagements à coopérer pour éviter le protectionnisme, ainsi qu'à garder en tête les intérêts des populations, des pays les moins développés, etc. Ce sont les formulations passe-partout. Le communiqué passe aux choses sérieuses au paragraphe qui concerne la réforme financière. Il annonce la création d'un Conseil de stabilité financière, une instance mondiale qui élaborera des régulations plus efficaces et disciplinera les agences de notation du privé, qui sont inaptes. Le G20 confirme de facto son rôle d'instance dirigeante, et se charge d'établir l'ordre du jour du Comité de Bâle, du FMI et d'autres organes de gouvernance mondiale. Puisque les Allemands et les Français sont déterminés à bloquer tout débat sur une relance budgétaire coordonnée et que personne n'ose aborder les apports de liquidités de la Fed, c'est par le biais du FMI que Gordon Brown et Barack Obama

prévoient de mettre en œuvre le coup de pouce. L'ambitieux directeur du FMI, Dominique Strauss-Kahn, est ravi que le Fonds joue un rôle de premier plan. Mais étant donné son portefeuille de prêts depuis l'automne précédent et l'ampleur de ses engagements en Europe de l'Est, le FMI doit de toute urgence se refaire une santé. Selon un message interne rédigé en janvier 2009, si, dans le pire des cas, le FMI voyait passer sa liste de clients de deux à seize, 300 milliards de dollars supplémentaires seraient nécessaires[45]. Le secrétaire au Trésor, Tim Geithner, fidèle à sa doctrine de la « force écrasante », encourage un chiffre de loin supérieur. Néanmoins, l'accord des pays asiatiques et latino-américains à toute expansion des moyens du FMI est soumis à une nouvelle répartition des droits de vote. En avril 2008, après deux séries de réforme, 5,4 % des votes sont déjà redistribués et ce sont la Corée du Sud, Singapour, la Turquie et la Chine qui en sont les principales bénéficiaires. Malgré tout, la Chine ne dispose que de 3,81 % des votes et l'Inde de 2,34 %. À Londres, un accord est conclu de manière à redistribuer la part supplémentaire de 5 % des votes, principalement aux dépens des Européens. Il est ainsi possible d'adopter une hausse des ressources du FMI assez notable pour faire les gros titres. À ce titre, le FMI doit percevoir des financements supplémentaires de ses membres à hauteur de 250 milliards de dollars. Il y a aussi un plafond de 500 milliards de dollars d'accords d'emprunts, qui permettent au FMI de bénéficier de crédits d'États membres à la demande. Enfin, une émission de 250 milliards de dollars de DTS est prévue pour tous les États membres[46]. Au total, Gordon Brown obtient ce qu'il espérait tant : le « chiffre rond, généreux et marquant de 1 000 milliards de dollars[47] ». Ce n'est pas une relance keynésienne traditionnelle, mais c'est la conclusion des enseignements tirés depuis le grand cycle des crises internationales qui a commencé en 1994 au Mexique. Le FMI a la force de frappe nécessaire pour gérer les répercussions d'une crise bancaire transnationale du XXIe siècle.

Mais le G20 n'est pas encore au bout de ses peines. L'après-midi du dernier jour, la pierre d'achoppement est la question des paradis fiscaux. Nicolas Sarkozy et Angela Merkel n'en démordent pas. Barack Obama a également abordé ce thème pendant sa campagne. Gordon Brown, sensible aux intérêts de la City, est plus ambivalent. Mais ce sont les Chinois qui sont les plus catégoriques. Macao et Hong Kong favorisent la fuite des capitaux hors de la Chine continentale, mais si Pékin ferme ses portes, les querelles ne se feront pas attendre au sein de l'oligarchie chinoise. De plus, étant donné qu'elle défend énergiquement le nationalisme anti-impérialiste, la Chine refuse que d'anciennes possessions coloniales soient placées sous un régime de supervision internationale dominé par les Occidentaux. La souveraineté n'est pas négociable. Quelques minutes avant que les chefs de gouvernement ne se séparent, l e G20 de Gordon Brown manque d'échouer à cause du désaccord entre les Français et les Chinois. Gordon Brown, accaparé par la présidence du sommet, ne peut s'échapper pour servir de médiateur et négocier un accord annexe. Il est peu probable que la France ou la Chine soient intimidées par des représentants subalternes de Downing Street, même tonitruants. C'est donc Obama qui prend le relais et force les deux camps à accepter un compromis permettant de sauver la face, au titre duquel le G20 « prend note » d'une liste noire de paradis fiscaux rédigée par l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), héritée du plan Marshall et dont la Chine n'est pas membre, ce qui lui permet d'ignorer cette disposition.

Satisfait de cet accord, Sarkozy s'empresse de revendiquer l'ordre du jour qu'il avait abordé à l'ONU en septembre 2008. Il double Gordon Brown et se précipite dehors à la fin de la dernière séance afin d'être le premier devant les caméras. Pendant quelques instants, le président français est le représentant d'un G20 uni. En s'inspirant du général De Gaulle, il annonce qu'une « page a été tournée » dans l'histoire du

« capitalisme anglo-saxon ». L'ère de la dérégulation est terminée. L'empressement de Sarkozy à voler la vedette à Gordon Brown montre que le sommet est une réussite. Un désaccord total et une rupture ont été évités. Face aux caméras de télévision, s'adressant à un public mondial qu'il estime à un milliard de personnes, Gordon Brown, épuisé, annonce la coopération des grandes puissances mondiales. Elles ont accepté d'agir de concert. Obama est ravi de déclarer que « le sommet de Londres est indéniablement historique[48] ». Les décisions prises sont « plus audacieuses que toute autre réaction à une crise au cours de l'histoire récente [...], bien qu'il faille patienter pour savoir si elles suffiront ». Merkel n'est pas si enthousiaste. Selon elle, c'est « un très, très bon compromis, quasi historique. Cette fois-ci, le monde ne réagit pas comme dans les années 1930. C'est une victoire pour la coopération mondiale[49] ».

Le G20 de Londres n'est pas qu'un grand spectacle. L'intégration d'un groupe crucial de marchés émergents à la stratégie économique mondiale est une véritable innovation. La ratification des réformes du FMI s'avère tout à fait essentielle. Les années suivantes, c'est une ressource vitale pour l'Europe, ironiquement. Mais si ces instances incarnent l'avenir de la gouvernance mondiale, peut-être que les railleries sur le congrès de Vienne ne sont pas complètement hors sujet. Il est palpitant que Londres ait l'occasion d'accueillir le nouveau président glamour des États-Unis et Cool Britannia reprend du poil de la bête. La confiance et l'optimisme qui émanent de ce sommet, ainsi que le grand coup de pouce aux ressources du FMI, sont avant tout une bonne nouvelle pour les marchés financiers de Londres, New York, Tokyo et Shanghai, ainsi que les médias à leur service et les investisseurs du monde entier, petits ou grands. Mais en ce qui concerne les quotas du FMI ou les paradis fiscaux, la participation du public est découragée par les Britanniques et les Américains, et d'autant plus par les Chinois et les Saoudiens. En tant que manifestation politique, le sommet est une cabale hermétique qui a lieu dans les bunkers caverneux du centre

des congrès ExCeL, rendu inaccessible aux dizaines de milliers de manifestants par une mobilisation policière considérable[50]. Au cours des affrontements dans la City, un sans-abri vendeur de journaux est mortellement blessé par la police, attisant ainsi les protestations indignées contre les méthodes policières répressives. Au sein du palais des congrès, Gordon Brown est parfait en trésorier de la planète. En revanche, sa position de Premier ministre britannique semble de plus en plus précaire. En effet, les conseillers du chef du gouvernement craignent que leur patron, habitué à penser en milliers de milliards, ne soit plus en phase avec la réalité quotidienne d'un pays moyen s'enfonçant dans une profonde récession.

Bien qu'il défende la relance au niveau mondial, Gordon Brown est pris au piège dans son pays. Une semaine avant le sommet, le 24 mars 2009, Mervyn King, gouverneur de la Banque d'Angleterre, remet un rapport à la commission parlementaire du Trésor à la Chambre des communes et se range du côté des Allemands, des Français et des Chinois en s'opposant à une relance budgétaire notable. « Au vu de l'ampleur de ces déficits, je pense qu'il serait raisonnable d'aborder avec prudence toute autre mesure discrétionnaire risquant d'aggraver ces déficits », lit-on dans le document[51]. Mervyn King contredit donc clairement le Premier ministre, qui, le même jour, s'adresse au Parlement européen à Strasbourg et appelle les gouvernements à faire « le maximum pour créer la croissance et les emplois dont nous avons besoin ». C'est une intervention politique très audacieuse du gouverneur de la Banque d'Angleterre, qui quitte le domaine de la politique monétaire pour s'aventurer dans celui de la politique budgétaire, ce qui secoue les marchés. Le lendemain, le Trésor britannique essuie un échec lors d'une enchère d'obligations d'État pour la première fois depuis 1995[52]. Une offre de 1,75 milliard de livres en bons du Trésor britannique à trente ans n'attire que 1,67 milliard de livres de commandes. Le taux de couverture de 0,93 est jugé le pire de l'histoire. L'opposition peine à contenir sa joie. Le porte-parole des Tories,

Michael Gove, lance malicieusement que Mervyn King a « coupé les vivres au Premier ministre[53] ». Vince Cable, qui représente le troisième parti britannique, les libéraux-démocrates, évoque sur un ton mélodramatique « un coup d'État *so british* ». Le gouverneur de la Banque d'Angleterre a envoyé « ses chars sur le Mall » afin de « placer le gouvernement en résidence surveillée[54] ». Le déficit budgétaire atteignant la somme faramineuse de 118 milliards de livres, et face à la fébrilité des marchés, Gordon Brown a besoin de la vision d'ensemble du G20 pour dissimuler sa faible marge de manœuvre.

V

Étant donné que la France et l'Allemagne ont écarté de l'ordre du jour tout engagement ferme sur la politique budgétaire lors du G20 de Londres, il est plutôt surprenant que le communiqué final évoque en des termes grandioses une expansion budgétaire de 5 000 milliards de dollars visant à épargner des millions d'emplois et à « accélérer la transition vers une économie verte[55] ». L'origine de ce chiffre colossal est plutôt mystérieuse. Au cours des semaines suivant le sommet, c'est aux organismes internationaux tels que le FMI de compiler les données sur les programmes de dépenses d'urgence lancés dans le monde entier. Les résultats sont frappants.

Relance mondiale : intervention budgétaire discrétionnaire du G20

	Relance en % du PIB			Relance en parité de pouvoir d'achat en milliards de $			Relance en milliards de $		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Argentine	0	1,5	0	0,0	10,6	0,0	0,0	5,7	0,0
Australie	0,7	2,1	1,7	6,1	18,6	15,6	7,4	20,9	21,2
Brésil	0	0,6	0,8	0,0	15,5	22,4	0,0	10,0	17,7
Canada	0	1,9	1,7	0,0	24,6	23,0	0,0	26,0	27,4
Chine	0,4	3,1	2,7	39,3	335,2	326,3	18,2	158,3	160,6
France	0	0,7	0,8	0,0	15,9	18,7	0,0	18,9	21,2
Allemagne	0	1,6	2	0,0	49,8	65,5	0,0	54,7	68,4
Inde	0,6	0,6	0,6	26,4	28,9	32,2	7,3	8,2	10,3
Indonésie	0	1,3	0,6	0,0	24,2	12,0	0,0	7,5	4,5
Italie	0	0,2	0,1	0,0	4,0	2,1	0,0	4,4	2,1
Japon	0,3	2,4	1,8	12,8	97,8	77,7	14,5	120,8	98,9
Corée du Sud	1,1	3,9	1,2	14,8	53,3	17,7	11,0	35,2	13,1
Mexique	0	1,5	0	0,0	25,2	0,0	0,0	13,4	0,0
Russie	0	4,1	1,3	0,0	117,5	39,4	0,0	50,1	19,8
Arabie Saoudite	2,4	3,3	3,5	26,9	37,9	42,6	12,5	14,2	18,4
Afrique du Sud	1,7	1,8	-0,6	9,9	10,4	-3,6	4,9	5,3	-2,3
Turquie	0	0,8	0,3	0,0	8,6	3,6	0,0	4,9	2,2
Royaume-Uni	0,2	1,4	-0,1	4,5	30,3	-2,2	5,6	32,5	-2,4
États-Unis	1,1	2	1,8	161,9	288,4	269,4	161,9	288,4	269,4
Parts régionales				302,6	1 196,7	962,4	243,4	879,5	750,7
Chine				13,0	28,0	33,9	7,5	18,0	21,4
Reste de l'Asie				17,9	17,1	14,5	13,5	19,5	16,9
Europe				1,5	8,4	8,7	2,3	12,6	11,9
États-Unis				53,5	24,1	28,0	66,5	32,8	35,9
Reste du monde				14,1	22,5	14,9	10,2	17,1	13,9
				100	100	100	100	100	100

Sources : calculs de l'auteur d'après FMI, « Update on Fiscal Stimulus and Financial Sector Measures », 26 avril 2009, associé aux données sur les PIB ajustés à la parité de pouvoir d'achat tirées du Maddison Project, http://www.ggdc.net/maddison/maddison-project/home.htm.

Au total, entre 2008 et 2010, les dépenses pour lutter contre la crise correspondent à 1 870 milliards de dollars

– 2 400 milliards de dollars après ajustement à la parité de pouvoir d'achat – en ne comptant que les dépenses discrétionnaires et les baisses d'impôts adoptées en urgence. Le montant n'atteint pas 5 000 milliards de dollars, mais c'est néanmoins un record historique. La répartition de ces dépenses est d'autant plus frappante. Quels que soient les calculs, en 2009 et 2010, l'Asie et les marchés émergents lancent les interventions les plus spectaculaires en réaction à la crise. La Russie, l'Indonésie, la Corée du Sud, la Turquie, le Brésil et l'Argentine sont capables de prendre des mesures budgétaires de grande ampleur[56]. Selon les chiffres du FMI, les dépenses discrétionnaires russes à la crise en 2009 sont plus ou moins égales à celles de l'Allemagne, et elles les surpassent après ajustement à la parité de pouvoir d'achat[57]. Et ces chiffres font pâle figure par rapport à l'offensive chinoise. Ils ne tiennent pas compte du boom des emprunts. En comparaison, malgré la taille de l'économie de l'UE, la réaction budgétaire de l'Europe à la crise est dérisoire et dépasse à peine 10 % dans le meilleur des cas. C'est un signe avant-coureur de la suite. La seule relance budgétaire occidentale qui pèse réellement dans la balance est celle lancée par les États-Unis.

Chapitre 12

LA RELANCE

Sur une « **route infernale** », voilà où foncent les États-Unis selon Mirek Topolánek, piètre Premier ministre de la République tchèque, qui s'adresse au Parlement européen le 25 mars 2009[1]. Si son discours crée un malaise, ce n'est pas simplement parce qu'il est un conservateur d'Europe centrale parmi tant d'autres : il s'exprime en sa qualité de président du Conseil européen, quelques jours seulement avant le G20 de Londres. Les politiques économiques du gouvernement d'Obama saperont la confiance, insiste Mirek Topolánek. Un pic des déficits et des ventes colossales d'obligations « nuiront à la liquidité du marché financier mondial[2] ». Ces paroles sont particulièrement hostiles. Tout le monde sait que les conservateurs des deux côtés de l'Atlantique se méfient du gouvernement d'Obama, mais pas au point d'évoquer un enfer. Certains se demandent si les interprètes ont bien compris l'allusion. Le *New York Times* tente une interprétation historique. Après avoir subi la tyrannie communiste pendant des décennies, Mirek Topolánek est peut-être allergique à toute intervention de l'État. Nicolas Sarkozy s'en fiche. Il est furieux. Comment le dirigeant prétentieux d'un petit pays d'Europe de l'Est ose-t-il parler des États-Unis de cette manière, et au nom de l'Europe par-dessus le marché ? À Londres, le président français réprimande le Premier ministre tchèque. En mauvaise posture, ce dernier se justifie de manière plus ou moins plate et désarmante. Loin d'être inspiré par les horreurs du stalinisme, l'expression « route infernale » lui serait venue après une soirée passée à écouter un classique du groupe de métal Meat Loaf, *Bat Out of Hell*[3].

Mais peu importe l'expression employée : début 2009, les conservateurs des deux côtés de l'Atlantique sont scandalisés

par le premier grand projet législatif d'Obama, la loi sur la reprise et les nouveaux investissements (*American Recovery and Reinvestment Act*), surnommée à terme « plan de relance d'Obama ». Sous la pression des démocrates, le projet est adopté à la Chambre des représentants dès le 28 janvier 2009. À l'insistance du nouveau président, il est débattu au Sénat dans le cadre d'une session extraordinaire pendant un week-end, puis adopté le 10 février. Une semaine plus tard, le 17 février, Obama signe l'enveloppe de relance budgétaire. C'est la mesure de ce type la plus ambitieuse en Occident dans le cadre de la crise, et c'est la plus colossale de l'histoire américaine. À ce titre, elle divise instantanément les tenants de la politique économique, en Amérique comme en Europe.

I

L'équipe d'Obama n'a jamais douté de la nécessité d'agir. Pendant l'hiver 2008-2009, la conjoncture économique se détériore rapidement aux États-Unis. Les licenciements sont innombrables. Detroit est à genoux. La crise est omniprésente et un renouveau est nécessaire. Les enjeux politiques sont manifestes. Ce sont les péripéties de la crise financière en septembre et octobre 2008 qui ont anéanti la campagne de John McCain et permis à Obama de remporter une victoire écrasante. À l'approche de son investiture, l'espoir et les attentes créent une atmosphère électrisante. Beaucoup projettent sur le nouveau président des attentes de changements quasi révolutionnaires. L'élection d'Obama est en elle-même un grand pas en avant pour les populations afro-américaines et elle évoque des souvenirs de Martin Luther King Jr. Mais en prenant ses fonctions en pleine crise financière, le 44e président n'échappe pas non plus aux comparaisons avec Franklin D. Roosevelt et à ses célèbres « cent premiers jours ». Et comme si ces deux références ne suffisaient pas, Obama invoque aussi une autre période d'optimisme au Parti démocrate : il veut offrir à la nouvelle génération une mission lunaire à la Kennedy.

Peu importent les mesures du gouvernement d'Obama, elles seront colossales pour la simple raison que l'économie américaine est colossale au XXIe siècle. En 2008, le PIB est d'environ 14 700 milliards de dollars. Pour avoir une réelle incidence, le plan de relance doit être tout aussi impressionnant. Malheureusement, le Congrès a du mal à accepter ce point fondamental. Comme en témoigne la polémique que provoque le TARP, l'idée que le gouvernement fédéral consacre 1 000 milliards de dollars à la création d'emplois est vouée à susciter l'indignation, la panique, ou les deux. Ainsi, l'équipe de transition d'Obama élabore une stratégie prudente. Elle propose la somme de 775 milliards de dollars aux dirigeants du Parti démocrate en espérant que le goût du Congrès pour le trafic

d'influences permette d'atteindre le total de 1 000 milliards de dollars[4]. Si le soutien des républicains peut être acheté grâce à de nouvelles baisses d'impôts ou plus de dépenses, tant mieux.

Malgré les attentes démesurées dont il fait l'objet, Obama est un centriste qui souhaite rassembler. Mais il n'avait pas prévu que l'hostilité des conservateurs à son égard soit si virulente. Un ralliement des deux camps est inimaginable. Une minorité de républicains a voté pour les sauvetages de Fannie Mae et Freddie Mac, puis pour le TARP, aux côtés de la majorité démocrate, mais en janvier 2009, pas un seul républicain de la Chambre des représentants n'approuve la loi sur la reprise et les nouveaux investissements, malgré les réductions d'impôts qui agrémentent le texte[5]. Au Sénat, seuls trois républicains rendent un avis favorable. C'est un signe avant-coureur de l'hostilité que subira le gouvernement d'Obama par la suite. Dès le début de sa présidence, une grande partie de l'opinion républicaine refuse tout simplement d'admettre que l'autorité d'Obama est légitime. Au sein de la population, il en découle le complot sur son acte de naissance et les doutes sur le fait qu'il soit né aux États-Unis. Au Congrès, cette attitude de défi se manifeste par une opposition absolue. Les think-tanks de droite se mobilisent pour dénoncer les sauvetages et pour discréditer la relance, ainsi que les régulations ultérieures du secteur financier. Au printemps 2009, la vague d'opposition au gouvernement qui se surnomme le « mouvement du Tea Party » agite la base du Parti républicain et monopolise les plateaux des chaînes d'information. En coulisses, les milliardaires qui financent le parti, à commencer par les frères Koch, jettent de l'huile sur le feu.

En 2009, les républicains sont minoritaires à la Chambre des représentants et au Sénat. Mais leur implacable guérilla et le rythme de leurs interventions dans les médias ont des effets réels et immédiats[6]. Ils modifient avant tout l'équilibre au sein de la grande coalition démocrate. Le fait que le gouvernement ait besoin d'un vote en bloc des démocrates pour adopter le plan de relance donne un moyen de pression aux soi-disant modérés

– la Blue Dog Coalition et la New Democrat Coalition – des démocrates libéraux et opposés aux dépenses publiques, soucieux de préserver leur réputation durement gagnée de responsables politiques favorables au monde des affaires[7]. Par conséquent, au lieu de faire monter les enchères de la relance à partir de 775 milliards de dollars, les « modérés » du Congrès cherchent à faire baisser la somme. Il en résulte un total inférieur à ce que l'équipe d'Obama espérait et à ce dont l'économie américaine a besoin. Dans les médias, le montant annoncé est de 820 milliards de dollars. En réalité, il est plus proche de 725 milliards de dollars, soit 50 milliards de dollars de moins que la proposition initiale de l'équipe d'Obama.

Les manœuvres politiques dictent non seulement l'ampleur de la relance, mais aussi sa forme. Le président défend des innovations onéreuses. Mais le directeur de cabinet d'Obama, Rahm Emanuel, ainsi que son équipe politique, craignent que l'engouement du président pour l'écologie et la croissance verte n'intéresse personne. Les parlementaires veulent des baisses d'impôts et des dépenses ciblées devant plaire aux circonscriptions clés. Finalement, 212 milliards de dollars du plan de relance sont consacrés à des réductions fiscales et 296 milliards de dollars servent à améliorer des programmes obligatoires tels que Medicaid (une sécurité sociale à destination des populations ayant de faibles revenus) et les allocations-chômage. La somme de 279 milliards de dollars peut être affectée à des dépenses discrétionnaires : les priorités du président, comme les énergies vertes et les connexions Internet à haut débit, bénéficient notamment d'un budget de 27 milliards de dollars et de 7 milliards de dollars, respectivement[8]. Dans l'ensemble, le plan de relance permet de réparer ou remplacer 67 590 kilomètres de routes et 2 700 ponts. Mais contrairement à l'époque du New Deal, il n'y a pas de logos percutants ou de monuments charismatiques tels que ceux laissés par la Works Progress Administration, principale instance fédérale créée en 1937 par Franklin Roosevelt[9].

Quoi qu'il en soit, le plan de relance est ambitieux. En chiffres absolus, il équivaut aux dépenses du New Deal. Bien que plus modeste proportionnellement à l'économie nationale, qui a pris beaucoup d'ampleur, la relance mise en œuvre après l'élection d'Obama est concentrée sur une période plus courte[10]. En 2009, elle place les États-Unis au même rang que les États asiatiques et surpasse toutes les mesures budgétaires discrétionnaires prises en Europe. Et le plan fonctionne. Malgré les protestations des économistes libéraux opposés à l'intervention de l'État dans la politique économique et les arguments économiques complexes avancés pour dénoncer les « subventions d'amorçage » keynésiennes « naïves », toutes les études économétriques de source fiable concluent que la relance d'Obama a eu des effets nettement positifs sur l'économie américaine[11]. Selon les estimations du Groupe des conseillers économiques d'Obama, 1,6 million d'emplois sont créés chaque année pendant quatre ans, soit un total de 6 millions d'années-emplois[12]. Le multiplicateur est positif et supérieur à un, ce qui signifie que l'incidence des dépenses publiques sur l'économie n'est pas seulement positive : le développement de l'activité économique dans le privé dépasse l'investissement initial de l'État. Les dépenses consenties par le gouvernement ont pour effet de réduire la part du secteur public dans l'économie globale.

Si c'est le cas, si la relance est efficace, pourquoi le gouvernement d'Obama ne demande-t-il pas une rallonge[13] ? Réclamer plus de 1 000 milliards de dollars comporte des risques politiques. Mais il est aussi risqué de viser trop bas. En 2010, le taux de chômage reste supérieur à 10 % aux États-Unis. Les saisies immobilières et les ventes forcées anéantissent des pans entiers de la population. Des millions de jeunes quittent l'école et l'université sans emploi. Des hommes et des femmes dans la force de l'âge sont exclus de la population active. Nombre d'entre eux ne parviennent pas à retrouver un emploi. Lors des élections de 2010 et 2012, les démocrates peinent à se défendre face au marasme économique et à la résurgence du

militantisme républicain. Ils conservent la Maison-Blanche, mais deviennent minoritaires au Congrès. Le gouvernement d'Obama ne réussit pas à créer un groupe de démocrates à la loyauté sans faille, contrairement au New Deal de Franklin Roosevelt. Étant donné que les démocrates sont majoritaires à la Chambre des représentants et au Sénat en 2009, pourquoi l'équipe d'Obama n'est-elle pas plus ambitieuse et n'exige-t-elle pas un chiffre plus élevé ? S'il vaut mieux frapper fort pour stabiliser la finance, pourquoi choisissent-ils de compter leurs sous en matière de politique budgétaire ?

C'est partiellement lié au fait que l'équipe de la transition ne saisit pas toute la mesure du tsunami qui s'abat sur l'économie américaine. À la lecture des documents préparatoires rédigés en janvier 2009, nous savons que le pire scénario envisagé par l'entourage d'Obama est un taux de chômage de 9 % en l'absence de plan de relance[14]. En réalité, après avoir mis en œuvre le plus grand programme de dépenses de l'histoire américaine, le chômage touche plus de 10,5 % de la population active. Malgré cette estimation trop optimiste, il est évident que les principaux macroéconomistes de l'équipe de transition d'Obama savent que la relance doit être plus audacieuse. Le 16 décembre 2008, Christina Romer remet un rapport à l'attention du nouveau président, où elle fait valoir que pour combler la baisse de la production avant le premier trimestre 2011, il faudra mettre en œuvre une relance discrétionnaire comprise entre 1 700 et 1 800 milliards de dollars. La modélisation de Christina Romer est classique. Ses chiffres sont bons. Sa proposition est supérieure de 1 000 milliards de dollars au montant que le gouvernement d'Obama réussit à obtenir du Congrès. Ce sont des points politiques, ou plutôt l'autocensure des stratèges économiques au nom de points politiques, qui règlent la question. Devinant les intentions de Rahm Emanuel et de son entourage, Larry Summers, responsable du Conseil économique national, est convaincu que Christina Romer et lui perdront toute crédibilité s'ils suggèrent un chiffre s'approchant de près ou de loin du

montant qu'elle juge pourtant nécessaire. Les résultats des calculs de Christina Romer sont, selon Larry Summers, « stratosphériques ». Il ne veut pas menacer l'influence de l'équipe chargée de la stratégie économique en paraissant naïf et « pas malin ». Ce raisonnement a pour effet de dénaturer le débat dès le départ. Aucun montant supérieur à 900 milliards de dollars, soit la moitié de ce que propose Christina Romer, n'est évoqué ou exigé. Un calcul tout aussi déflationniste écarte toute mesure spectaculaire et directe pour remédier à la dette immobilière.

Sur le plan politique, on se demande aussi pourquoi le gouvernement d'Obama, à ses débuts, n'encourage pas un plan global pour venir en aide aux propriétaires immobiliers, outre l'adoption du TARP et de la relance budgétaire [15]. Si les banques et les prêteurs sont secourus, 9,3 millions de familles américaines perdent leur logement à la suite d'une saisie hypothécaire, doivent abandonner leur foyer à un prêteur ou doivent recourir à une vente de biens sur saisie [16]. Les mesures que le gouvernement prend pour faciliter le rééchelonnement des paiements hypothécaires ont un impact dérisoire. En réponse aux critiques, Larry Summers a souvent affirmé par la suite que la question de l'aide aux propriétaires était un sujet constant de débats au sein du gouvernement [17]. Il organisait chaque mois des réunions avec le Trésor et d'autres organismes pour les mettre au défi de trouver de meilleures solutions. Aucun mécanisme efficace, optimal et réalisable politiquement n'a émergé. Il y a des obstacles fondamentaux. Une campagne visant à aider des millions d'emprunteurs en détresse aurait pris une envergure colossale. Annuler des dettes à grande échelle aurait entraîné des pertes pour le système bancaire en pleine période d'incertitude financière. Et une telle décision aurait provoqué un tollé au Congrès, où le gouvernement devait gérer son capital politique, pas tant auprès des républicains (dont personne n'attend rien) que des démocrates modérés. C'est un prix que Larry Summers, Rahm Emanuel et Tim Geithner

n'étaient pas prêts à payer.

Au printemps 2009, il devient évident que le gouvernement d'Obama n'évoque pas des souvenirs de Franklin Roosevelt ou de John F. Kennedy, mais rappelle plutôt le précédent gouvernement démocrate, dirigé par Bill Clinton dans les années 1990. C'est la vision du Hamilton Project qui prévaut dans le camp d'Obama. Face à la crise, les démocrates s'avèrent non pas audacieux ou créatifs, mais des gestionnaires raisonnables dont la tâche est de remédier une nouvelle fois aux excès des républicains. En 2009, personne ne conteste la nécessité de mettre en œuvre un plan de relance dans les meilleurs délais, mais l'équipe d'Obama est pleinement fidèle à son mentor, Robert Rubin[18]. Larry Summers, Tim Geithner et Peter Orszag, directeur du Bureau de la gestion et du budget (OMB), ont tous travaillé au ministère américain des Finances dans les années 1990. En 2004, Peter Orszag et Robert Rubin avaient avancé que les déficits publics risquaient de contracter les investissements privés, mais aussi de saper la confiance et les attentes, créant ainsi un cercle vicieux susceptible de provoquer une panique soudaine sur les marchés financiers [19]. Au vu des déficits colossaux produits par la crise financière de 2008, il n'est donc pas contradictoire de frapper fort pour stabiliser les banques et d'agir prudemment sur le plan de la politique budgétaire. La crainte d'une perte de confiance sur les marchés financiers est leur dénominateur commun.

II

Malgré son envergure impressionnante, son efficacité et la controverse politique qu'il suscite, le plan de relance d'Obama est limité par des compromis politiques. De plus, malgré la rapidité de l'intervention du Congrès, l'impulsion donnée arrive nécessairement un peu tard. Il faut des mois, voire des années, pour qu'un programme de dépenses soit mis en œuvre. Les fonds discrétionnaires de la relance d'Obama ne sont pas utilisés avant juin 2009 : à ce moment, le marché du travail touche quasiment le fond[20]. On mentionne moins souvent que la position budgétaire généreuse du gouvernement d'Obama au cours de sa première année est en grande partie héritée de décisions (ou de l'absence de décisions) datant de 2008, quand le futur président siège encore au Sénat.

En janvier 2009, à cause de l'impasse entre le gouvernement de Bush et les démocrates du Congrès, l'État fédéral fonctionne sans budget ordinaire et son déficit bat des records, soit un total supérieur à 1 300 milliards de dollars. C'est un bourbier politique et un abîme budgétaire effrayant, mais en ce qui concerne l'économie, c'est exactement ce qui est nécessaire[21]. Si le Congrès s'est opposé au budget présenté par le gouvernement de Bush en février 2008, c'est en partie parce qu'il repose sur des projections économiques jugées absolument irréalistes. Malgré les premiers effets de la crise immobilière, la Maison-Blanche prévoit un déficit de 407 milliards de dollars pour 2009. Les dépenses sont évaluées à 3 100 milliards de dollars pour cet exercice budgétaire et les recettes fiscales sont estimées à 2 700 milliards de dollars aux taux d'imposition en vigueur. Le Congrès se méfie de ces deux chiffres, à juste titre. À cause de la récession, les recettes tombent à 2 100 milliards de dollars entre septembre 2008 et septembre 2009. Parallèlement, les dépenses grimpent et atteignent 3 500 milliards de dollars, dont 151 milliards de dollars affectés au TARP et 225 milliards de dollars pour la première tranche du plan de relance d'Obama.

Les litiges que provoquent le TARP et la relance d'Obama sont divertissants pour tous les camps politiques. L'impact économique de chacun des programmes est loin d'être négligeable. Mais l'essentiel de la relance budgétaire de 2009 est le résultat de l'impasse budgétaire de l'exercice précédent et de l'effondrement des recettes fiscales provoqué par la récession.

Les stabilisateurs automatiques sont les héros méconnus de la politique budgétaire moderne. Aux États-Unis, un tiers seulement des dépenses de l'État fédéral est discrétionnaire. Le reste est composé de dépenses rendues obligatoires par les « acquis sociaux », comme les allocations liées au chômage, au handicap ou à la retraite. Ces frais ont tendance à augmenter lors d'une récession. De la même manière, les recettes fiscales arrivent dans les coffres du Trésor à des taux d'imposition prédéterminés, liés non pas à des décisions politiques mais aux fortunes plus ou moins favorables de l'économie. Tributaires de ces postes budgétaires non discrétionnaires, les budgets des États modernes ont un puissant effet de stabilisation sur l'économie. Quand l'activité économique baisse et qu'une relance devient nécessaire, les recettes fiscales chutent, les allocations versées augmentent et les déficits publics ont tendance à croître automatiquement.

Sous cet angle, l'effet de la crise de 2007-2009 sur les budgets des pays riches est spectaculaire. Quels que soient les débats politiques suscités par les fonds de relance au Congrès américain, au Bundestag ou à la Chambre des communes, les stabilisateurs automatiques sont une relance colossale qui est déclenchée au moment opportun. Selon les calculs du FMI, si l'économie des États-Unis avait connu le plein-emploi en 2009, les stratégies de lutte contre la crise adoptées par les gouvernements de Bush et d'Obama auraient suffi à produire un déficit de 6,2 % du PIB – soit le déficit discrétionnaire. Le véritable déficit public est de 12,5 % du PIB[22]. Plus de la moitié des fonds fournis pour étayer la demande globale est automatique ou quasiment. Et ces mécanismes sont typiques dans toutes les économies avancées. Selon les calculs du FMI, sur la vaste augmentation de la dette

publique dans le monde développé au cours de la crise, quasiment la moitié de cette hausse est simplement due à la baisse des recettes liée à la contraction de l'assiette fiscale. Face au déclin des bénéfices, des salaires et des dépenses, le déficit augmente automatiquement et absorbe les fonds de relance publics. Cette analyse présente sous un tout autre jour les débats sur la politique budgétaire qui ont lieu au G20. Si l'Allemagne, la France et l'Italie s'abstiennent de toute enveloppe budgétaire semblable à celle du gouvernement d'Obama, sans parler de la relance vantée par Pékin, leurs déficits augmentent aussi. À mesure que le secteur privé réduit sa dette et ses dépenses, les entreprises accusent aussi des déficits non discrétionnaires colossaux. En effet, il aurait fallu un acte héroïque et véritablement retors d'austérité pour éviter le déclenchement de ces stabilisateurs automatiques. Le résultat net est dramatique. Entre 2007 et 2011, la demande à l'échelle de l'économie mondiale est stabilisée par la plus forte hausse de la dette publique depuis la Seconde Guerre mondiale.

Les macroéconomistes se félicitent des propriétés stabilisatrices de l'État moderne reposant sur les impôts et les allocations sociales. Pour les défenseurs de la rigueur budgétaire, c'est une source d'inquiétude. À long terme, le remboursement de ces dettes nécessitera des augmentations d'impôts et sera une source de grands défis politiques. Et comment réagiront les marchés de capitaux ? Selon le scénario du conservatisme budgétaire traditionnel, il faut s'attendre à des répercussions graves et immédiates. Le choc de la dette déclenchera-t-il la perte de confiance qu'ont annoncée Peter Orszag et Robert Rubin, parmi tant d'autres ? Comment les épargnants seront-ils poussés à conserver des milliards de dollars d'obligations d'État ? Faudra-t-il réévaluer à la hausse les taux d'intérêt, aux dépens des investissements privés ? Les détenteurs d'obligations deviendraient-ils nerveux ? Les anges gardiens du marché obligataire, actifs dans les années 1990, reprendront-ils du service pour vendre des obligations

d'État, faire baisser le prix des bons du Trésor et augmenter les rendements ? Au printemps 2009, alors que l'ampleur du déficit devient plus claire, la presse spécialisée annonce que les marchés sont révoltés. Au vu du « pari stupéfiant de Washington sur la reflation budgétaire et monétaire », le *Wall Street Journal* attend avec impatience une réaction sévère des marchés obligataires[23].

Le fracas est tel et les souvenirs de la panique obligataire contre Clinton sont si douloureux que, en mai 2009, Obama demande au directeur de l'OMB, Peter Orszag, d'élaborer un plan de secours[24]. La réponse de l'intéressé est drastique. En cas de panique, le gouvernement devra augmenter radicalement les impôts. Le rapport est à l'attention exclusive du président. Quand Rahm Emanuel le communique malgré tout à Larry Summers, ce dernier est absolument furieux. Il menace de démissionner et exige d'être au courant de toutes les informations communiquées au président au sujet de la politique économique. Malgré une apparence d'universitaire ébouriffé, Larry Summers est ambitieux et il remarque au sein du gouvernement une tendance à l'assainissement budgétaire qui n'augure rien de bon pour lui. Mais cette tendance enfreint aussi ses instincts d'économiste « néo-keynésien ». Larry Summers a certes censuré la proposition de relance formulée par Christina Romer, mais il ne croit pas au pouvoir des « bonnes fées de la confiance[25] ». Évoquer des coupes budgétaires au début de l'été 2009, alors que les États-Unis sont sur le point d'atteindre le fond de la pire récession depuis les années 1930, est follement prématuré. Si la confiance est le cœur du problème, alors le meilleur moyen de la restaurer est de concevoir une reprise solide. En l'occurrence, Larry Summers et les autres sceptiques se révèlent avoir raison. Les bons du Trésor ne font pas l'objet d'une panique. Les anges gardiens du marché obligataire sont une apparition. Les ménages américains reconstituent leur épargne. Les fonds communs de placement se désengagent des obligations hypothécaires risquées. Tout le monde veut

des bons du Trésor. Ce sont les mécanismes macroéconomiques et financiers systémiques qui échappent trop souvent aux défenseurs de la rigueur budgétaire, car ils assimilent le budget public à celui d'un ménage. Quand le secteur privé traverse une période d'intense réduction de l'endettement, quand le taux d'épargne atteint des sommets comme en 2009, préserver l'équilibre financier global de l'économie nationale ne requiert pas une réduction des déficits de l'État. Il est impossible que tout le monde épargne en même temps sans provoquer de récession. Comme le font valoir les défenseurs de la « finance fonctionnelle » depuis les années 1940, l'État doit être un emprunteur de dernier recours[26]. Ainsi, il préserve la demande globale et fournit un flux d'obligations sûres à long terme aux marchés financiers. Après le choc de 2008, le monde entier veut, plus que jamais, détenir des actifs sans risque. Un groupe monumental de titres privés notés AAA s'était avéré toxique, d'où la demande massive de bons du Trésor. D'ailleurs, les Américains ne sont pas les seuls intéressés par ces actifs. Entre l'été 2007 et la fin 2009, les créances du Trésor détenues par le grand public augmentent de 2 900 milliards de dollars, dont plus de la moitié revient à des étrangers. La part des bons du Trésor aux mains de Chinois augmente de 418 milliards de dollars.

Parmi les vendeurs, on trouve certaines des banques les plus mal en point. Elles doivent contracter leur bilan. Mais cet ajustement est amorti par les banques centrales. Durant la première phase de la politique d'assouplissement quantitatif, la Fed annonce le 18 mars 2009 l'achat de 750 milliards de dollars de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) garantis par une agence, et de dettes de ces agences, ainsi que 300 milliards de dollars de titres du Trésor. La Banque d'Angleterre fait une annonce semblable le 9 mars et s'engage à acheter 150 milliards de livres, puis 200 milliards de livres d'obligations du Trésor britannique. Ainsi, loin d'inonder les marchés avec leurs dettes, les rendements des obligations

d'État les mieux notées chutent en 2009.

Dans la zone euro, la situation n'est pas si simple. Là aussi, les stabilisateurs automatiques sont activés et les déficits grimpent en flèche. Les émissions de dettes augmentent de manière spectaculaire. Mais contrairement aux banques centrales du Royaume-Uni ou des États-Unis, la BCE n'a pas le droit d'acheter des titres du Trésor qui viennent d'être émis. Après la faillite de Lehman Brothers, Jean-Claude Trichet n'est pas pourtant d'humeur à prendre des risques. La BCE n'achète pas de titres d'État venant d'être émis, mais elle met en pension des obligations souveraines en euros[27]. À mesure que les déficits de la zone euro s'envolent, la BCE met en place une campagne officieusement appelée la « grande braderie [28] ». Elle fournit aux banques européennes des centaines de milliards d'euros dans le cadre de l'opération de refinancement à plus long terme (LTRO) à compter de mai 2009 [29]. Les banques achètent ensuite des obligations souveraines. En moyenne, le taux que les banques européennes versent à la BCE en échange de ce financement ne correspond qu'à un tiers du rendement gagné sur leurs obligations. En tout, dans la zone euro en 2009, les banques prennent en charge 400 milliards d'euros de dette souveraine[30]. Ce sont des bénéfices faciles et en apparence sans risque, et ce sont les banques européennes les plus mal en point, notamment l'allemande Hypo Real Estate et la franco-belge Dexia, qui sont les plus intéressées. Voulant optimiser leurs retours sur investissement, elles placent les fonds de la BCE sur des obligations périphériques plus risquées du Portugal et de la Grèce, dont le rendement est légèrement plus élevé. Comme au Royaume-Uni et aux États-Unis, cela permet de stabiliser le marché de la dette publique, mais une différence cruciale est à noter. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les banques centrales injectent des liquidités dans le système bancaire. Au contraire, dans la zone euro, ce sont les bilans des banques qui absorbent la dette souveraine.

III

La relance budgétaire est sans aucun doute indispensable pendant l'hiver 2008-2009. Les stabilisateurs automatiques sont un complément bienvenu. Ces deux mécanismes permettent de ressusciter les économies développées face à la pire crise qu'elles subissent depuis les années 1930. Grâce au contexte macroéconomique global et à l'intervention des banques centrales, il n'y a pas de mouvement de panique sur les marchés obligataires en Europe ou aux États-Unis. Néanmoins, dès le printemps 2009, certains expriment des inquiétudes sur les déficits excessifs et la nécessité d'assainir les budgets, et ce des deux côtés de l'Atlantique mais surtout en Allemagne.

Lors du G20 de Londres, Merkel et Sarkozy ont pris position publiquement sur la question de l'assainissement budgétaire. C'est avant tout une mise en scène politique. Étant donné le choc subi par le secteur allemand des exportations, le gouvernement d e Merkel ne peut négliger les appels à un plan de relance. Le taux de chômage grimpe en flèche et une élection se profile pour la CDU et le SPD à l'automne suivant. Début 2009, la grande coalition de Merkel négocie un accord. Le ministre des Finances, Peer Steinbrück, convient à contrecœur d'appliquer un plan d'urgence modeste prévoyant une enveloppe supplémentaire de dépenses et des baisses d'impôts[31]. Il part du principe que les stabilisateurs automatiques prendront le relais. Mais la question de l'assainissement budgétaire qui préoccupe la grande coalition de Merkel depuis 2005 ne peut plus être mise de côté. Le SPD et la CDU conviennent que malgré la mise en œuvre du plan de relance, l'équilibre budgétaire aux niveaux national et régional doit être sanctionné par un amendement constitutionnel.

Ce n'est pas une résolution que l'Allemagne est contrainte de prendre à cause d'une panique sur les marchés obligataires ou d'une urgence financière. Les obligations d'État allemandes (les *Bunds*) sont l'équivalent dans la zone euro des bons du Trésor

américain pour le dollar : l'actif sans risque par excellence[32]. Malgré un déficit béant en 2009, l'Allemagne n'a aucune peine à vendre des dettes. Ce ne sont pas les marchés, mais le consensus de tous les partis sur l'assainissement budgétaire avant même la crise qui dicte le choix décisif et irrévocable de l'austérité. C'est une décision motivée par une vision à long terme de la compétitivité et de la réduction des dépenses, par la pression des contribuables et du monde des affaires, et par les intérêts régionaux des riches États à l'ouest de l'Allemagne[33]. C'est un choix qui bouleverse les dynamiques politiques non seulement de l'Allemagne, mais aussi de la zone euro dans son ensemble.

Le jeudi 5 février 2009, dans des baraquements spartiates de l'armée allemande à l'aéroport de Tegel, au nord de Berlin, la chancelière négocie elle-même l'accord[34]. Sous la pression de la Bavière ultraconservatrice, fief de la CSU, les Länder s'engagent collectivement à adopter un amendement constitutionnel pour mettre fin à tous les emprunts à l'horizon 2020. Jusqu'en 2019, les retardataires – Brèmes, Saarland, Berlin, Sachsen-Anhalt et Schleswig-Holstein – recevront des subventions annuelles à hauteur de 800 millions d'euros. En échange, ils se soumettront à un audit externe de leur politique budgétaire réalisé par le Conseil de la stabilité (*Stabilitätsrat*). Les Länder refusant de se conformer aux conseils de cette instance perdront toute forme de soutien fédéral. L'État fédéral allemand, de son côté, s'engage fermement, au titre de l'amendement constitutionnel, à ne pas contracter d'emprunts pour un total supérieur à 0,35 % du PIB dans un contexte normal[35]. Des exceptions seront faites en cas de chocs cycliques, mais le plafond fixé est strict. Il s'applique aux investissements ainsi qu'aux dépenses courantes.

Aucune attention n'est prêtée aux conséquences de cette nouvelle règle draconienne sur l'un des plus grands marchés obligataires au monde. Les obligations d'État sont uniquement vues comme un passif et non comme un actif sans danger pour

les épargnants. La rhétorique de l'austérité prévaut. Le Premier ministre de la Bavière, Horst Seehofer, jubile. Angela Merkel annonce une *Weichenstellung* – un nouveau moyen de compter les points. Le frein à l'endettement est la preuve que le fédéralisme allemand fonctionne[36]. Le 27 mars 2009, au Bundestag, Peer Steinbrück défend énergiquement l'amendement constitutionnel. Ce n'est pas une question de macroéconomie, mais d'autonomie démocratique et de « marge de manœuvre budgétaire ». Depuis les années 1970, malgré les limites floues sur l'endettement, les déficits annuels ont abouti à un budget où 85 % des dépenses fédérales sont absorbées par le service de la dette et les dépenses non discrétionnaires. Les débats politiques sur le budget sont « pétrifiés et sans vie » (*versteinert und verkarstet*[37]). Une retenue de l'endettement rendra aux électeurs et au Parlement la liberté de fixer leurs priorités budgétaires. L'opposition généralisée à l'endettement suscite tout de même quelques divergences. Peter Bofinger, rebelle keynésien membre de la *Wirtschaftsweisen*, commission consultative officielle sur l'économie allemande, se montre virulent. Si l'État fédéral allemand n'émet aucun nouveau *Bund*, où les épargnants allemands sont-ils censés investir les 120 milliards d'euros qu'ils mettent de côté chaque année ? Et comme les entreprises allemandes enregistrent aussi un excédent financier, ils ne peuvent pas non plus investir leurs fonds dans le secteur privé allemand. Au lieu de financer des investissements à l'échelle nationale, les économies des Allemands serviront forcément à financer des investissements à l'étranger [38]. C'est le pendant de l'excédent chronique des comptes courants en Allemagne, un symptôme tant de la consommation et des investissements déprimés au niveau national que du dynamisme des exportations. Au moment de voter, le 29 mai 2009, la majorité qui se dégage au Bundestag est très courte – 68,6 %, sachant qu'une majorité des deux tiers est requise – mais elle permet d'adopter l'amendement. Seule une majorité des deux tiers pourrait inverser la décision.

C’est avant tout une question nationale. Pourtant, avant même d’être examiné au Bundestag, le frein à l’endettement est vanté à Berlin comme un élément crucial de la politique économique allemande à l’internationale. Un deutsche mark fort et l’indépendance de la Bundesbank avaient permis à l’Allemagne de l’Ouest de devenir un modèle de politique économique conservatrice. Les mesures intraitables du quatrième volet de la réforme Hartz avaient fixé des objectifs en termes de « réforme du marché du travail » en Europe. Le frein à l’endettement (*Schuldenbremse*) serait désormais le nouvel instrument allemand de gouvernance économique conservatrice en matière d’exportations[39]. Pour une figure politique conservatrice comme Merkel, le problème de la dette publique, tout comme celui de l’inflation, touche toutes les sociétés industrialisées. Il remonte aux années 1960. Après s’être intensifié pendant plusieurs décennies, il est maintenant temps de prendre position. Juste avant de se rendre à Londres pour le G20, Merkel qualifie le plafonnement de la dette de grande réussite. « Nous devrons tenter d’appliquer cette mesure au monde entier », déclare-t-elle devant la Chambre allemande du commerce[40].

IV

Au sommet du G20 à Londres, l'affrontement entre Angela Merkel, Gordon Brown et Barack Obama reproduit des stéréotypes familiers. Les Allemands sont peu dépensiers et ils se méfient de la finance libérale anglo-saxonne. Les Américains et les Britanniques sont prêts à tout pour que le moteur capitaliste continue de tourner. Mais c'est une déformation dans les deux cas. Les Allemands ont de nombreux problèmes budgétaires et autant de banques en faillite. Quant aux alliés d'Obama, ils ne sont pas les dépensiers extravagants que beaucoup décrivent. Certes, Tim Geithner, secrétaire au Trésor, encourage le G20 à faire plus, mais c'est surtout dans l'espoir que les États-Unis puissent en faire un peu moins. Au Congrès, certains démocrates veulent redoubler d'efforts et adopter un second plan de relance, mais ils n'ont pas le soutien de la Maison-Blanche[41]. Au sein du gouvernement, Christina Romer est de plus en plus isolée, elle est l'une des seules à exiger de nouvelles dépenses. Elle obtient parfois l'appui de Larry Summers, mais quand elle demande explicitement un second plan de relance pendant l'hiver 2009-2010, c'est Obama lui-même qui la fait taire sans ménagement[42].

À la fin de l'été 2009, à Washington tout comme en Europe, ce sont les dynamiques budgétaires d'avant la crise qui prévalent à nouveau. Parvenir à la « viabilité » des finances publiques revient sur le devant de la scène. Au ministère américain des Finances, Tim Geithner cible un déficit de 3 % pour 2012, soit une baisse colossale par rapport au déficit qui atteint 10 % du PIB en 2009. Peter Orszag, directeur de l'OMB, est encore plus motivé et organise des compétitions avec ses équipes pour trouver les meilleures façons de faire des économies[43]. Toutes les priorités à moyen terme du gouvernement d'Obama semblent viser une simplification de l'administration publique et une réduction des dépenses. La principale priorité politique est la réforme du système de santé. Les républicains accusent

le président de mettre en œuvre une politique socialiste typique de l'Europe, mais étant donné l'inefficacité patente du système de santé américain, qui est subventionné par l'État et qui fait du chiffre – il représente 17 % du PIB, soit le double de la part du PIB attribuable au secteur des services financiers – la priorité de l'*Affordable Care Act*, surnommé Obamacare, est de réduire les coûts. De la même manière, l'essentiel de la politique étrangère d'Obama se caractérise par un dégraissage. En 2009, la Maison-Blanche se laisse convaincre d'envoyer plus de troupes en Afghanistan, mais uniquement parce que l'armée américaine se retire progressivement d'Irak. Les soldats américains n'aiment pas cette idée, mais l'époque des fortes hausses budgétaires est terminée. Le plan de relance d'Obama atteint son apogée durant la deuxième année de sa présidence, mais il est compensé en 2010 par des coupes budgétaires à d'autres niveaux du gouvernement fédéral et par une contraction radicale des dépenses à l'échelle des États et des divisions administratives locales. Personne ne veut l'admettre, mais entre 2009 et 2010, le déficit allemand augmente plus rapidement que celui des États-Unis[44]. Les arguments semblent plus transparents, mais les débats sur la politique budgétaire après la crise ne sont pas moins opaques que ceux qui portent sur la politique monétaire.

Chapitre 13

AU SECOURS DE LA FINANCE

La « confiance » est un des concepts les plus volatils de l'économie. En 2007-2008, c'est l'effondrement de la confiance dans la sécurisation des hypothèques, des marchés de l'argent et des banques qui a fait s'écrouler l'édifice et rendu nécessaires les renflouements. En 2009, c'est encore la confiance qui pose problème. Mais maintenant, ce sont les déficits budgétaires et la menace supposée des justiciers obligataires qui font les gros titres. Compte tenu des conditions qui existent sur les marchés obligataires à l'époque, les contraintes que cette anxiété impose à la politique fiscale constituent le triomphe de l'orthodoxie centriste d'avant la crise sur les réalités de la situation de l'après-crise. Si les justiciers obligataires ne se sont jamais matérialisés, des millions de chômeurs ont payé le prix de l'incapacité à maintenir les stimuli fiscaux. Et les effets ne se sont pas limités au marché du travail. Théoriquement, la restriction de la politique fiscale a pour objectif de garantir la confiance et de créer un espace pour la reprise du secteur privé. Mais d'où cette dernière est-elle censée venir ? Le marché de l'immobilier continue de s'effondrer. Les ménages ont besoin de rembourser leurs dettes tout en restaurant leurs finances à bout de souffle. Le regain ne pourrait venir que de l'investissement des entreprises. Pour cela, il faut de la stabilité financière et un crédit facile, et à partir de là, la piste remonte jusqu'aux institutions qui, en fait, avaient été à l'origine de l'effondrement de la confiance en 2008, les banques et leurs bilans dangereux. Ayant exclu une réponse fiscale à grande échelle au nom de la protection de la confiance, faute de mieux, il semble que la résurrection des banques soit encore la meilleure façon de parvenir à la reprise.

Si la terrible panique générale de septembre 2008 est passée, les banques restent très fragiles. Au fur et à mesure que l'on prend conscience de l'étendue des pertes – en mai 2009, le FMI les évalue à 1 500 milliards de dollars de dépréciations dans le monde entier –, les primes d'assurance-prêt hypothécaire sur la dette bancaire grimpent pour atteindre 300 points de base dans la zone euro et 400 points de base aux États-Unis[1]. Avec des taux de ce genre, il devient extrêmement onéreux de lever de nouveaux financements bancaires. Et au printemps 2009, Bank of America et Citigroup, deux des plus grandes banques commerciales américaines, sont toujours en danger[2]. Bank of America digère les horreurs du bilan de Merrill Lynch. Chez Citigroup, la situation est encore pire. En dépit de la double injection de capitaux par le Trésor et la délimitation de près de 300 milliards de dollars de ses actifs les plus toxiques, en mai 2009, les actions de Citi s'échangent à 97 cents[3]. La Fed de New York se prépare à une opération de sauvetage général qui impliquerait de garantir toutes ses dettes et 500 milliards en dépôts étrangers. Pendant ce temps, au lieu d'admettre le traumatisme politique causé par les renflouements de 2008, les banquiers, toujours aussi satisfaits d'eux-mêmes et coupés des réalités, continuent de s'octroyer la part du lion de tous les revenus qu'ils génèrent.

En Grande-Bretagne, l'affaire la plus scandaleuse est celle de RBS, désormais une banque principalement détenue par l'État, qui annonce en février 2009 qu'elle a l'intention d'honorer des contrats de bonus pour un montant d'un milliard de livres[4]. Aux États-Unis, les chiffres sont nettement plus élevés. Lors de la saison des bonus en 2008, après avoir essuyé des dizaines de milliards de pertes, Wall Street a versé 18,4 milliards de dollars à ses plus hauts dirigeants. Soit deux fois et demie la somme que le Congrès a approuvée afin de financer la modernisation de l'infrastructure en bande large de l'Amérique, une des priorités du président. De plus, si cette somme avait été conservée par les banques, elle aurait pu contribuer considérablement à leur

recapitalisation[5]. Mais les banques d'investissements ne sont pas des entreprises publiques conventionnelles. Ce sont des partenariats gérés avant tout pour le bénéfice de leur élite directoriale, et cette dernière s'attendait à être payée quoi qu'il advienne. Lors de la saison des bonus en 2008, Merrill Lynch, à lui seul, a été responsable d'un volume de paiements de 4 à 5 milliards de dollars. Et la société a veillé à payer plus tôt que d'habitude, en décembre 2008, juste avant qu'elle ne révèle des pertes de 21,5 milliards de dollars au quatrième trimestre, des jours avant qu'elle ne s'effondre dans les bras peu enthousiastes de Bank of America[6]. Mais de tous les scandales liés aux bonus, c'est celui d'AIG qui attire plus particulièrement l'attention de l'opinion publique. AIG clôture son quatrième trimestre de 2008 avec une perte de 61,7 milliards de dollars, la plus importante de l'histoire des entreprises américaines. Quoi qu'il en soit, le 16 mars 2009, la société annonce que sa division des produits financiers, qui s'est trouvée au cœur du raz-de-marée toxique, accorderait des primes de 165 millions, chiffre qui pourrait ensuite atteindre les 450 millions. Même le président Obama se dit « outré » et exige des dédommagements pour les contribuables américains[7]. Que faire ?

I

La nationalisation reste une possibilité. C'est ce que les Britanniques ont dû faire à Lloyds-HBOS et RBS. La Commerz et la Hypo, deux banques allemandes, sont aux mains de l'État. Les économistes mettent en avant l'exemple positif de la Suède qui, confrontée à une grave crise bancaire dans les années 1990, avait pris des mesures radicales. Après qu'elle avait nationalisé et restructuré ses banques, son économie avait rapidement rebondi. Par comparaison, le Japon avait rechigné à restructurer et recapitaliser ses banques, et depuis, son économie se traînait. Peut-être la solution est-elle de suivre l'exemple suédois, de morceler les mégabanques américaines, de les restructurer et de les recapitaliser avant de les remettre sur le marché. Si pareille idée aurait été autrefois considérée comme une hérésie rétrograde, désormais, elle semble simplement frappée au coin du bon sens. En février 2009, l'ancien président de la Fed, Alan Greenspan, qui, du temps de sa jeunesse, s'était prosterné au pied d'Ayn Rand, déesse de l'économie de marché, explique au *Financial Times* : « Il peut s'avérer nécessaire de nationaliser temporairement certaines banques afin de faciliter une restructuration rapide et en bon ordre. […] Selon moi, c'est ce qu'il faut faire une fois tous les cent ans[8]. » Sur les chaînes d'information, Lindsey Graham, sénateur républicain de Caroline du Sud, reconnaît que « cette idée de nationalisation des banques n'a rien de plaisant […] mais je crois qu'il y a tant d'actifs toxiques répandus dans la communauté bancaire et financière, dans le monde entier, qu'il va falloir que nous fassions quelque chose que personne n'envisageait il y un an, dont personne n'a envie[9] ».

L'hostilité vis-à-vis des banques est telle au début de 2009 que le président Obama doit prendre position. Lors d'une conférence de presse, le 10 février 2009, il revient sur les exemples internationaux que tout le monde évoque. Il s'attarde sur l'expérience du Japon, qui avait préféré ne pas agir dans

les années 1990, et admet que la Suède s'en était bien mieux tirée une fois ses banques nationalisées. « Donc, poursuit-il, on peut se demander, quand on y pense, si la Suède n'est pas un bon modèle. » Mais le président n'a jamais été à l'aise avec cette comparaison : « L'ennui, souligne Obama, c'est que la Suède a, quoi, cinq banques [rires]. Nous, nous en avons des milliers. Vous savez, l'échelle de l'économie américaine et les marchés des capitaux sont tellement immenses. […] Nous nous sommes dit que ça n'aurait aucun sens. Et nous avons aussi des traditions différentes, ici. […] Il est évident que la Suède a des habitudes différentes des nôtres quant à la relation de l'État avec les marchés. Et nous tenons fermement à ce que les capitaux privés continuent à répondre aux besoins d'investissements fondamentaux de notre pays. Et donc, ce que nous avons essayé de faire, c'est d'appliquer le principe, nécessaire, du qui aime bien châtie bien, mais d'une façon qui prend également en compte le fait que nous avons de grands marchés des capitaux privés et qu'à terme, ce sera la clé de la reprise de l'afflux du crédit[10]. »

On a certes connu Obama meilleur orateur. Mais il énonce là clairement des principes essentiels. Les « besoins d'investissements fondamentaux de notre pays » sont l'affaire des « capitaux privés ». Les dépenses de relance publiques, que ce soit pour l'infrastructure ou l'éducation, restent anecdotiques. Ce qui importe, c'était de remettre les banques sur pied. Rien n'aurait pu plaire davantage à l'homme qui serait chargé du « qui aime bien châtie bien » promis par Obama : Tim Geithner, son secrétaire au Trésor. Pour lui, il n'a jamais été question de nationalisation. En 2008, à la Fed de New York, il avait été témoin de l'étendue de la panique sur les marchés. Il avait assisté aux empoignades autour de Bear, Fannie Mae et Freddie Mac. Le lundi 13 octobre dans l'après-midi, il avait été présent aux côtés de Paulson, Bernanke et Bair quand ils avaient obligé les banquiers à accepter les capitaux prévus par le TARP. C'était assez. Du point de vue de Geithner, le fait d'insister pour

nationaliser encore plus en 2009 aurait été une « erreur de politique aux conséquences majeures[11] ».

En dépit de l'opposition unanime à la solution suédoise qu'Obama et Geithner ont présentée, face à la colère qui montait dans l'opinion publique et aux révélations scandaleuses qui se succèdent à propos des renflouements, l'avenir paraissait incertain. Larry Summers et Christina Romer, les principaux économistes du gouvernement, ont été séduits par l'exemple suédois, tout comme Paul Volcker. Peut-être qu'une rapide et brutale restructuration dans le cadre d'une prise de contrôle par l'État est ce dont a besoin le système financier américain. Le débat devient si intense que, dans l'après-midi du 15 mars 2008, un sommet est convoqué à la Maison-Blanche pour clarifier l'atmosphère[12]. Sous le regard du président, la discussion s'étire des heures durant avant qu'Obama ne rappelle impatiemment aux participants qu'il a d'autres chats à fouetter et qu'il attend d'eux une conclusion à la tombée de la nuit. Une fois le président parti, l'affaire est réglée par son chef de cabinet mal embouché, Rahm Emanuel. Si la restructuration et la recapitalisation complète des banques à la suédoise doivent coûter dans les 700 milliards de dollars, elle n'aura tout simplement « jamais lieu, p… ». Après le TARP et le plan de relance, avec la réforme de la santé dans les tuyaux, Emanuel ne peut pas demander aux démocrates centristes de la Chambre de soutenir de nouvelles dépenses. Les économistes doivent proposer autre chose.

En 2009, ce ne sont plus les banques d'investissement le problème. Elles ont renoué avec les profits. Le problème, ce sont les banques commerciales en difficulté. La pire étant Citi. Donc, au lieu d'une restructuration ambitieuse de l'ensemble du système bancaire américain, les participants au sommet conviennent qu'il faut consacrer les fonds restants du TARP à consolider un « règlement » de Citigroup. Ce monolithe gigantesque, démesuré, doit être démantelé, réduit, restructuré, et ses actifs les plus toxiques doivent être redirigés vers

une structure de « défaisance ». Sans avertir Sheila Bair, de la FDIC, de l'intensité du débat au sein du gouvernement, Summers a étudié avec elle la possibilité de créer une structure de « défaisance » de 800 milliards de dollars pour les actifs les plus toxiques d e Citigroup et de mettre ses actionnaires à contribution[13]. Le plan pour Citi est approuvé par Obama plus tard dans la soirée. Le Trésor est chargé d'en développer les détails. Le plan aurait dû être impressionnant. Citigroup est énorme. En 1998, sa fusion avec Travelers Group a sonné le glas du règne des grandes banques « ennuyeuses » à l'ancienne. Par le biais de Rubin, Citigroup est étroitement lié au Parti démocrate. Et les pressions en faveur d'une intervention augmentent encore le lendemain, quand éclate le scandale des primes touchées par les dirigeants d'AIG. Le président est ulcéré. Il réclame que des mesures soient prises. Les patrons des treize plus grandes banques du pays se retrouvent convoqués à la Maison-Blanche[14].

À ce moment-là, Wall Street craint vraiment que le gouvernement Obama ne soit sur le point de lui déclarer la guerre. Compte tenu du degré d'impopularité des banques, cela aurait été avisé sur le plan politique. Mais il n'en est rien. Malgré la décision approuvée par le président le 15 mars, Geithner n'a jamais accepté de restructurer Citigroup. Personne n'a encore jamais démantelé une banque aussi complexe. On ne sait pas si le Trésor dispose des ressources et de l'autorité pour mener l'opération à bien. Une longue restructuration risque d'effrayer les marchés. Pour reprendre les termes d'un rapport rédigé plus tard par l'un des plus proches conseillers d'Obama, le Trésor applique le projet Citigroup « au ralenti[15] ». C'est une action de retardement qui frise l'insubordination, mais Obama se montre peu enclin à imposer sa volonté. Comme le laissent entrevoir ses réflexions sur « le cas suédois », il est loin d'être un radical sur les questions bancaires. Quand Obama rencontre les présidents des banques le 27 mars, l'atmosphère est glaciale. Mais s'il les a convoqués à Washington, ce n'est pas pour

les punir, mais pour les remettre à leur place. Il leur enjoint de faire preuve de retenue dans le versement des compensations et des primes. « Aidez-moi à vous aider », leur dit-il. Quand plusieurs des P-DG invoquent les excuses habituelles pour justifier leurs bonus exorbitants – leurs entreprises sont énormes, c'est un secteur risqué, ils se heurtent à la rude concurrence internationale –, le président, exaspéré, les interrompt : « Messieurs, soyez prudents avec ce genre de déclarations. L'opinion publique ne veut pas en entendre parler. [...] Mon gouvernement est la seule chose qui vous sépare de la foule en colère[16]. »

Au printemps 2009, au lieu de passer à l'offensive, Obama et Geithner se positionnent en ultime ligne de défense du système financier américain. Ils décrètent que leur mission est de calmer « la foule ». Bien sûr, le fait de jouer le bon flic est une tactique de négociation éprouvée. Mais elle s'accompagne généralement d'exigences sévères. Il faut que quelqu'un endosse le rôle du méchant flic. Ce qu'il y a de remarquable, en cette année 2009, c'est le peu de chose que demande le gouvernement Obama en échange de sa protection. À l'étonnement des négociateurs endurcis de Wall Street, le 27 mars, la Maison-Blanche n'exige qu'une chose, que les banquiers fassent preuve de retenue dans le versement de leurs primes. C'est encore moins que ce qu'a demandé Paulson six mois plus tôt en leur imposant le TARP. À vrai dire, d'ailleurs, si foule en colère contre les banques il y a, elle penche davantage en faveur des populistes de droite que de la gauche. Bénéficiant de la généreuse attention de Fox News et de subventions d'amis oligarques, ils sont en train de s'organiser pour former le mouvement de la Tea Party. La cible de leur courroux n'est pas Wall Street, mais les démocrates de la Maison-Blanche. La pénible vérité est que l'équipe d'Obama, elle, ne peut compter sur aucune foule en colère. Méprisé par la droite, soupçonné par la gauche d'être à la solde de Wall Street, comme Geithner lui-même le reconnut, le gouvernement va se retrouver dans un « no man's land » politique[17].

À ses débuts en tant que secrétaire au Trésor, Geithner a très souvent été présenté comme un ancien de Goldman Sachs[18]. Compte tenu du précédent créé par Paulson et Rubin, c'était à prévoir. Il a la jeunesse précoce et la pugnacité d'un ténor de la banque d'investissement. Les registres de la Fed de New York révèlent qu'alors qu'il y travaillait, Geithner fréquentait souvent des dirigeants de Citigroup, où son mentor Robert Rubin était en cour[19]. Une fois secrétaire au Trésor, Geithner a gardé ses contacts[20]. Mais en dépit de sa proximité de Wall Street, jusqu'en 2013, Geithner a été un fonctionnaire de carrière, et fier de l'être. Dans la vision qu'il a de lui-même, Geithner ne se considère pas comme un banquier, mais comme un soldat, un homme courageux qui sert les intérêts de l'économie nationale et du peuple américain, prêt à porter le fardeau moral d'avoir à se salir les mains pour faire ce qui est nécessaire au nom de l'intérêt public. Mais comment Geithner définit-il ce dernier ? Il tient avant tout à garantir la stabilité du « système financier », car sans cela, toute l'économie est vouée à la faillite[21]. C'est son principal article de foi. Les intérêts de l'Amérique sont alignés sur ceux du système financier. Pour expliquer ses actes, il n'est pas besoin de l'imaginer aux ordres de telle ou telle banque. C'est son engagement envers le système qui lui dicte de ne pas démanteler Citigroup. Plus important encore, il faut également protéger les institutions vitales de la réglementation financière et du gouvernement. Quand Geithner résiste à la nationalisation des banques, c'est pour défendre les autorités monétaires autant que des banques individuelles. Une grande attaque contre Wall Street risquait aisément de dégénérer en une attaque contre les agences qui supervisent son fonctionnement. En 2009, « auditez la Fed » est un cri de ralliement que l'on entend aussi bien à gauche qu'à droite.

Avec Geithner à la barre, la réaction du Trésor à la crise n'est pas de s'en prendre à ce qui est « trop gros pour faire faillite » en démantelant les plus grandes banques. Ni de tenir compte les intérêts de la société dans son ensemble par le biais d'une

supervision politisée. Au lieu de cela, le Trésor choisit d'accroître la surveillance et les capacités managériales des agences de réglementation du gouvernement – le Trésor lui-même, les principaux régulateurs et la Fed. Si la finance capitaliste est une évidence, alors il faut accepter qu'il soit nécessaire de traiter avec des banques gigantesques et des marchés complexes et rapides. Il faut en outre admettre que ce système soit sujet à des crises. Les crises, effectivement, sont inévitables. Tout ce que l'on peut espérer, c'est de se doter d'une capacité à lutter contre les crises au niveau national et international afin de pouvoir y faire face. En 2008, la Fed et le Trésor sont intervenus à une échelle spectaculaire avec des effets qui ont dépassé de loin les limites de l'économie nationale américaine. Lors du sommet du G20 à Londres, le FMI a obtenu la puissance de feu dont il a besoin. Ce que le Trésor veut faire en 2009, c'est poursuivre la consolidation au niveau national. Ce qui passe par une recapitalisation, comme cela a été le cas depuis octobre 2008. Se remettant du choc, les banques rongent leur frein en attendant de rembourser les fonds du TARP. Pour accélérer le processus, la Fed et le Trésor coopèrent pour mettre en place un nouveau régime de réglementation et de supervision connu sous le nom de test d'effort. Il reviendra donc aux politiques de tout entreprendre pour que soit votée au Congrès une législation qui légitimera et régularisera la supervision de la stabilité financière. Alors que la grave crise de 2008 n'est plus qu'un souvenir, une nouvelle relation entre les grandes banques et les autorités prend ainsi forme.

II

À des fins uniquement internes, la Fed de New York, depuis quelque temps, procédait à des simulations de crise avec les principales banques de Wall Street [22]. En février 2009, dans son premier grand discours en tant que secrétaire au Trésor, Geithner annonce que ces « tests d'effort » seront transformés en exercice complet de politique publique. La Fed et le Trésor inspecteront et valideront la santé de toutes les grandes banques opérant en Amérique. Pour ce faire, toutes les plus grandes banques du pays devront soumettre leurs comptes à une inspection. Des responsables de la Fed et du Trésor appliqueront alors à ces données un scénario hypothétique de désastre financier, estimeront les pertes subies par les banques et les ressources qu'elles seront capables de mobiliser pour résister au choc. Dans les faits, le Trésor et la Fed deviendraient des sortes de super-agences de notation, les « United States of Moody's », arbitres officiels de la solvabilité privée et garants de la confiance dans le système financier de l'Amérique [23]. Les banques qui se révéleraient être en danger seraient autorisées à lever des capitaux additionnels. Celles qui n'en seraient pas capables sur le marché des capitaux privés seraient invitées à prélever de l'argent sur le fonds du TARP.

En rejetant l'option suédoise, le président Obama a adressé un signal aux « milliers de banques » américaines. Au moment où le président s'exprime, on recense, en fait, 6 978 banques commerciales opérant aux États-Unis. Mais elles n'avaient jamais eu aucune importance pour Geithner ou Bernanke. Elles étaient du ressort de la FDIC. Ce qui importe, pour la stabilité systémique, ce sont les dix-neuf grandes banques dont les actifs dépassent les 100 milliards de dollars, et qui représentent donc un total d'environ 10 000 milliards de dollars. Soumettre des institutions aussi monstrueusement complexes à une surveillance méticuleuse serait une tâche herculéenne. Les tests d'efforts sont rapides, et d'un niveau plus tactique. Dans

le cadre d'une opération éclair, une équipe de deux cents contrôleurs, superviseurs et analystes triés sur le volet épluche les comptes[24]. Les scénarios qu'ils appliquent sont loin d'être apocalyptiques. Ils partent du principe que le PIB ne fléchirait que de 2-3 %, que le chômage atteindrait les 8,5 % et que les prix de l'immobilier chuteraient de 14 à 22 %. Ce qui s'est révélé optimiste. Mais, même en partant de ces chiffres et des probabilités de faillite qu'ils impliquent, ils aboutissent à des conclusions dégrisantes. En plus des pertes de 350 milliards de dollars déjà admises au printemps 2009, conformément au scénario du test d'effort, les banques doivent s'attendre à essuyer des dépréciations et des radiations d'un montant de 600 milliards de dollars d'ici à la fin de 2010. Ce qui amène à se poser la question véritablement critique : combien de capitaux seront nécessaires pour assurer la sécurité des banques et restaurer la confiance des marchés ? Il faut se montrer habile. Le Trésor et la Fed envisagent un éventail d'options allant d'à peine 35 milliards de dollars à près de 175 milliards. En annonçant un énorme besoin en capitaux, ils risquent d'ébranler la confiance de manière irréversible. Mais s'ils annoncent un chiffre trop faible, cela sapera la confiance dans les tests d'effort[25].

Selon des rapports internes, les estimations de départ suscitent la consternation dans les cercles bancaires. La Bank of America se voit réclamer 50 milliards de capitaux supplémentaires. Citigroup est invité à lever 35 milliards. La Wells Fargo est tellement désarçonnée par la demande initiale de 17 milliards qu'elle brandit la menace d'une action en justice. C'est cependant la Bank of America qui se voit imposer le fardeau le plus lourd, puisqu'elle doit rassembler 33,9 milliards pour pouvoir quitter les urgences. Le quota de la Wells Fargo est fixé à 13,7 milliards. Ce qui fait dit à son principal responsable financier : « Pour finir, nous nous sommes entendus sur un chiffre. Un chiffre qui ne nous plaisait pas forcément[26]. » Durement touché, Citigroup a davantage de raisons d'être

satisfait. En prenant compte de futurs flux de revenus, sa contribution est ramenée à la modeste somme de 5,5 milliards, un septième du chiffre de départ[27]. C'est à peine plus que ce que la banque versera sous forme de bonus cette même année. Après des semaines de marchandage, le 7 mai 2009, on informe l'opinion publique que les grandes banques d'Amérique devraient rassembler un total de 75 milliards, ce qui n'est pas insurmontable.

Les tests d'effort sont une affaire d'équilibre qui a commencé par un exercice de précision comptable et s'est soldé par un jeu de négociation où la confiance était essentielle[28]. Qu'ils soient séduits ou simplement ravis de constater à quel point le Trésor et la Fed sont prêts à aider, les marchés réagissent bien. L'écart entre les obligations de sociétés AA très sûres et le prix que les banques paient pour emprunter sur leurs obligations Baa baisse de 6 % à 3 %, réduisant les coûts de financement. La semaine qui suit la publication, les actions des banques connaissent une hausse soutenue de 10 %, une vague sur laquelle les banques les plus puissantes surfent pour lever immédiatement 20 milliards de dollars de capital supplémentaire. Le 19 juin, les neuf premières banques remboursent et quittent le programme TARP. Au cours des mois qui suivent, les huit banques encore dans le programme, y compris les géants que sont Bank of America et Citigroup, usent de toutes les astuces comptables et de l'aide que l'IRS, la Fed et le Trésor, très coopératifs, peuvent fournir pour sortir du TARP[29]. Au cours de deux semaines extraordinaires en décembre 2009, Citigroup, Bank of America et la Wells Fargo se livrent une compétition acharnée pour collecter un total de 49 milliards de dollars en capitaux propres ordinaires. L'offre de 19,3 milliards de dollars de Bank of America représente la plus grande offre d'actions ordinaires de l'histoire des États-Unis[30]. Elles saturent le marché et auraient probablement pu lever plus de capitaux à moindre coût si l'émission avait été prolongée sur plusieurs mois. Mais les autorités sont pressées de liquider le TARP, et pour

les banques, le temps presse. Plus tôt elles pourront rembourser l e Trésor, plus vite elles pourront se soustraire aux limites d'indemnisation imposées à tous les bénéficiaires du TARP, leur permettant ainsi de conserver leur personnel d'élite et d'entrer en concurrence pour en recruter. Comme Bair l'a fait remarquer d'un ton un peu amer : « L'indemnisation avant tout[31]. »

Ce scénario plaît au gouvernement. Une intervention gouvernementale légère a permis aux entreprises privées de prendre les choses en main. La nationalisation a été évitée. Comme le président Obama l'a promis, « les capitaux privés » satisferaient « aux besoins d'investissements fondamentaux de ce pays ». Mais ce que cette version radieuse des faits laisse à l'écart, ce sont les implications plus ambiguës de l'exercice. Les tests d'effort ont soumis les comptes des grandes puissances de la finance américaine à un examen intrusif non de la part du public et des marchés, mais par des équipes triées sur le volet de superviseurs bancaires gouvernementaux. Selon le même principe, ces derniers ont apposé un sceau d'approbation officielle aux activités commerciales privées à but lucratif. Ils ont servi de modèle à un nouveau régime de surveillance exhaustive et préventive, mais aussi à une intrication entre l'appareil d'État américain et les grandes banques. Ce qui pourrait être à la fois intrusif et coûteux en termes bureaucratiques. La procédure est difficile à supporter pour les banques qui y sont soumises. Mais cela leur offre également des avantages, en particulier la promesse implicite qu'une banque ayant réussi le test d'effort serait considérée comme sûre par la Fed et le Trésor. En cas de crise, une banque qui a passé le test pourrait difficilement se voir refuser une aide. Au sein de ce groupe d'entités étroitement réglementées et soutenues de près, il ne pouvait y avoir de défaillance subite, imprévue. Ce risque étant éliminé, il devient beaucoup moins coûteux pour ces banques d'émettre des actions et d'emprunter de l'argent. Une étude a calculé que, à la suite de la crise, l'avantage des coûts de financement dont bénéficient les grandes banques par rapport à leurs homologues plus

modestes a plus que doublé, passant de 0,29 à 0,78 %. Pour les dix-huit plus grandes banques américaines, cela a impliqué une subvention annuelle d'au moins 34 milliards de dollars[32].

III

Il n'est donc pas surprenant que les marchés aient approuvé. Les banques étaient clairement entre de bonnes mains. Avec le soutien implicite des autorités, les banques se sont finalement stabilisées. Ce qui donne le temps d'envisager des solutions à plus long terme. Le gouvernement Obama peut maintenant relever l'énorme défi de la réforme financière.

Les enjeux politiques sont élevés. À l'été 2009, la Maison-Blanche a cruellement besoin d'une « victoire ». La relance est un échec en termes politiques. La réforme des soins de santé se heurte à une opposition incessante. La réforme financière en tant que projet politique repose sur le principe qu'il est impératif de « faire quelque chose ». Une alliance de circonstance s'est ainsi forgée entre le Trésor de Geithner et les responsables politiques de l'Aile Ouest dirigés par Rahm Emanuel. S'ils ont en commun leur style agressif et un penchant pour la grossièreté, Emanuel et Geithner, personnalités énergiques et déterminées, s'orientent dans des directions opposées mais complémentaires. Pour Emanuel, pompier de la politique, tout ce qui importe est de souligner des « points au tableau ». À d'autres de se charger du contenu de la réforme financière. Inversement, pour Geithner, qui se méfie du Congrès, il est essentiel de faire voter une loi qui donne le moins de pouvoir supplémentaire possible aux politiciens « populistes » tout en optimisant les moyens discrétionnaires des spécialistes de la réglementation. Pour atteindre cet objectif, le Trésor doit cependant en passer par le Congrès, et en particulier par les deux principaux présidents de commission, Barney Frank à la Chambre et Chris Dodd au Sénat. Il faut également compter avec des régulateurs clés comme Sheila Bair de la FDIC. Il est par ailleurs nécessaire de canaliser l'énergie des militants, notamment Elizabeth Warren, professeur de droit à Harvard et militante des droits des consommateurs, tout en se préservant du lobby bancaire toujours présent[33].

Le résultat est un projet de loi tentaculaire de 849 pages[34].

Plutôt que de proposer une seule thèse cohérente, la loi sur la réforme de Wall Street et la protection du consommateur, communément appelée Dodd-Frank, est en réalité un recueil de diagnostics de crise. La crise est-elle due à la prédation massive d'emprunteurs mal informés ? Dans ce cas, c'est du Bureau de la protection financière des consommateurs d'Elizabeth Warren (chapitre 10) dont on a besoin. Sont-ce des dérivés opaques en vente libre qui ont fait exploser le système ? Dans ce cas, la solution passe par la négociation transparente de dérivés basée sur le marché (chapitre 7 – transparence et responsabilité de Wall Street). Est-ce la dilution des responsabilités dans les chaînes élargies de titrisation hypothécaire qui ont empoisonné le puits ? Dans ce cas, les prestataires de prêts hypothécaires devraient être tenus de faire partie du jeu (chapitre 9 – protection des investisseurs). La taille des banques est-elle à l'origine de tous les problèmes ? Sont-elles tout simplement trop grosses pour faire faillite ? Dans ce cas, la solution consiste à restreindre les plans de sauvetage et à les faire payer par le secteur (chapitre 2 – autorité de liquidation ordonnée) et à limiter la croissance des banques (chapitre 6, articles 622 et 623). Les banques d'investissement ont-elles utilisé l'argent de leurs clients pour parier ? Si tel est le cas, il faut rétablir des séparations entre banques commerciales et banques d'investissement comme dans les années 1930, par le biais de la règle dite « de Volcker » interdisant les « transactions sur fonds propres » (chapitre 6 – la règle Volcker). Toutes ces théories à propos de la crise de 2007-2009 ont eu une formidable résonance politique. Et on les retrouve toutes dans le texte filandreux de Dodd-Frank. Nombre d'entre elles préconisent des mesures judicieuses et utiles qui ont permis de remédier à certains des plus graves déséquilibres dans le secteur des services financiers. Mais en général, elles n'ont que peu à voir avec l'implosion du système bancaire parallèle financé par la vente en gros qui a fait s'écrouler l'édifice en 2008.

Le Trésor a, lui, une vision plus claire des mécanismes de

la crise. Il réclame plus de capital, moins d'influence, plus de liquidité. Et il souhaite que le Trésor et la Fed disposent d'un pouvoir centralisé pour répondre à la prochaine catastrophe. Cette vision est énoncée dans un plan publié à l'été 2009[35]. À bien des égards, cette idée est différente de celle de Dodd-Frank. Ce qui n'a rien d'accidentel. Bon nombre des omissions ont un caractère stratégique. Comme l'a fait remarquer Geithner sans aucun complexe : « Nous ne tenions pas à ce que ce soit le Congrès qui conçoive les nouveaux ratios de capital, les restrictions d'investissement ou les besoins de liquidités. Quels que soient leurs défauts, les régulateurs étaient nettement plus à même » de résoudre ces problèmes techniques. « L'histoire montre que le Capitole se laisse trop facilement influencer par la puissance du secteur financier et la politique du moment ; nous nous sommes dit que ce n'était pas l'endroit approprié pour mener à bien le travail complexe de calibrage des amortisseurs du système financier[36]. » En d'autres termes, ce que le Trésor et la Fed savaient être les principaux moteurs de la crise ont été écartés du projet législatif. Ce que le Trésor attendait du Congrès, c'est qu'il confère les pouvoirs juridiques dont Geithner pensait qu'ils avaient fait défaut au moment crucial, en septembre 2008. Si le défi était de structurer une symbiose plus viable entre Washington et Wall Street, mieux valait, du point de vue du Trésor, que cela se fasse par le biais des autorités administratives et régulatrices, plutôt que dans l'arène vociférante du Congrès.

Bien que le Trésor ait cherché à orchestrer un chœur de régulateurs afin de soutenir ses propositions au cours de l'été 2009, il s'est vite rendu compte qu'il allait se heurter à une résistance acharnée de la part de la FDIC et du Congrès. L'une et l'autre soupçonnent la Fed et le Trésor d'être complices de Wall Street et se méfient des pouvoirs accrus que cherche à obtenir Geithner. Pour garantir la responsabilité collective, Bair et Frank insistent sur le fait que la supervision de l'ensemble du système devrait être exercée non uniquement par le Trésor et la Fed, mais par un Conseil de surveillance de la stabilité

financière présidé par le Trésor et rassemblant les principaux régulateurs. L'intervention de comités pour gérer une crise consterne Geithner. Mais le conseil, en fait, se voit doté de nombre des pouvoirs qu'il espérait. Il serait en droit de désigner des institutions d'importance systémique. Celles-ci pourraient être placées sous un régime de surveillance et de réglementation accru, et soumises à des tests d'effort réguliers. Si une grande banque était sur le point de provoquer une crise systémique, les droits d'intervention managériale du conseil étaient considérables. Toutes les institutions d'importance systémique seraient tenues en amont de préparer des testaments expliquant comment les prendre en charge en cas de faillite. Et cette surveillance et ce contrôle pourraient être étendus aux banques étrangères opérant aux États-Unis.

La Fed a joué un rôle essentiel dans la vision de Geithner quant au contrôle à exercer à l'avenir. Mais sur le plan politique, elle représente un risque. Ce serait un euphémisme de dire que la crise a entaché sa réputation. La crise a polarisé l'institution et rapidement semé le chaos dans sa politique[37]. En 2008, Bernanke, à l'instar de son prédécesseur, Alan Greenspan, était beaucoup plus populaire auprès des républicains que des démocrates. En 2010, il est pratiquement aussi impopulaire auprès des uns que des autres, et à droite, la Tea Party commence à se mobiliser. Dans le même temps, pour Obama, Bernanke est l'incarnation de cette politique bipartisane dont il rêve. En août, le président annonce sa nomination pour un second mandat à la présidence de la Fed. Le magazine *Time* conclut l'année 2009 en faisant de Bernanke son homme de l'année[38]. Ce qui ne l'aide guère à séduire tant l'aile droite des républicains que l'aile gauche démocrate[39]. Le Sénat est le théâtre de vigoureux échanges en décembre 2009 et janvier 2010 au sujet du renouvellement du mandat de Bernanke. Désespérément en quête de soutien, la Maison-Blanche mobilise des personnalités influentes telles que Warren Buffett pour défendre Bernanke. Histoire d'aggraver les choses, au même moment, Bernanke se démène en coulisses

afin d'empêcher le projet de loi de réforme financière de Dodd, à l'étude au Sénat, de priver la Fed des moyens de surveiller des plus grandes banques[40].

Dans leur campagne visant à préserver le rôle de la Fed au cœur de la gouvernance financière, Bernanke et Geithner sont contraints de sacrifier un pion. Ils acceptent la formation d'une agence distincte, le Bureau de protection financière des consommateurs de Warren[41]. Ce qui permet au projet de réforme de revendiquer une victoire majeure, tout en s'attirant les foudres des lobbyistes. Pour l'essentiel, le Bureau est sans lien avec la vision de la stabilisation systémique que Geithner et Bernanke défendent. Ils peuvent concéder la réglementation des cartes de crédit et des prêts à la consommation à condition de conserver le contrôle sur les banques dont les bilans comptables dépassent 50 milliards de dollars. De fait, il est fort probable que la protection des consommateurs et la réglementation macroprudentielle soient contradictoires. Comme Larry Summers l'a fait remarquer au président, « ce n'est pas à l'agence de sécurité aérienne que l'on va confier le soin de protéger la viabilité financière des compagnies aériennes[42] ». Ce n'est pas faux, mais cela mérite tout de même un ajustement. S'il existe de nombreuses agences de sécurité, il n'existe pas d'agences chargées de garantir la viabilité financière des compagnies aériennes ou d'autres entreprises quel que soit leur secteur, sauf pour les banques. Les compagnies aériennes sont censées prendre en charge leurs propres finances. Une réflexion qui pourrait avoir des ramifications que Geithner et Summers ont préféré éviter.

Dans le sillage de Lehman, ce qui préoccupe le plus le Trésor, c'est la question de savoir comment la faillite d'une mégabanque peut être contenue en toute sécurité. Pour Geithner, rien ne peut se substituer à la combinaison qui avait finalement stabilisé la situation en octobre 2008 – des pouvoirs de garant étendus accordés à la FDIC, associés dans l'idéal à un soutien de trésorerie de la part de la Fed et à la recapitalisation des pertes sous l'égide

de la Fed et du Trésor. La crise avait montré la nécessité d'ajouter une autorité de résolution dotée de ressources suffisantes aux banques impossibles à sauver. Mais au Congrès, l'atmosphère est explosive, et Sheila Bair est sur le sentier de la guerre. En fin de compte, Dodd-Frank incarne un rejet catégorique des pratiques de 2008. Il n'y aurait plus de renflouement financé par les contribuables. La Fed pourrait offrir un soutien général en matière de liquidités, mais il lui serait interdit d'apporter des solutions sur mesure pour des banques spécifiques. En consultation avec le président et la Fed, le Trésor est tenu de placer les institutions défaillantes sous le contrôle de la FDIC. Elle les ferait fonctionner en tant que sociétés en activité en vue de les morceler et d'en vendre les composants. Le seul élément de contrôle préservé par le Trésor, c'est qu'il serait responsable du financement de la résolution de la FDIC, les coûts devant être compensés une fois la crise passée à l'aide d'une taxe sur le secteur financier. L'accord convient à Bernanke et la Fed. Le président de la Fed n'a jamais approuvé les interventions ponctuelles auxquelles il a été contraint en vertu des dispositions du paragraphe 13 (3). Geithner, lui, trouve la restriction alarmante. Fidèle à son habitude, il a recours à son analogie favorite entre les crises financières et la sécurité nationale : « Le président est doté de pouvoirs extraordinaires pour protéger le pays des menaces contre notre sécurité nationale. Ces pouvoirs s'accompagnent de contraintes méticuleusement conçues, mais ils permettent au président d'agir rapidement in extremis. Le Congrès devrait conférer au président et aux premiers secours financiers les pouvoirs nécessaires afin de protéger le pays de la dévastation des crises financières[43]. »

Pour Geithner, la « rage populiste » de ce « projet expiatoire » constitue une dangereuse diversion alors qu'il faudrait pouvoir s'atteler avec rigueur au travail rigoureux nécessaire à la résolution d'une crise[44]. Mais les souffrances et la détresse engendrées par la crise sont des forces avec lesquelles il faut compter. Elles ont ravagé la société américaine par vagues et, au

début de 2010, alors que Dodd-Frank atteint une phase critique de son passage laborieux au Congrès, une autre vague vient de frapper. Trois ans après l'éclatement de la bulle immobilière, les effets du resserrement du crédit et du chômage de masse se font sentir. Entre 2007 et 2009, 2,5 millions de logements ont été saisis et on est encore loin du pic. Au début de 2010, 3,7 millions de familles accusent plus de quatre-vingt-dix jours de retard sur le remboursement de leur prêt. Des millions d'autres ont du mal à joindre les deux bouts, avec un ou deux mois de retard de paiement. Au cours des douze mois qui vont suivre, 1,178 million de logements seraient saisis, durant la pire année de la crise. Avec des prix toujours en baisse, de plus en plus de propriétés se muent en fonds propres négatifs. Comme l'a souligné un analyste au début de 2010 : « Nous en sommes maintenant au moment de vulnérabilité maximale. L'attachement émotionnel des gens à leurs biens s'évapore[45]. » Dans les régions les plus touchées, comme la Floride, 12 % des logements ont été abandonnés par leurs propriétaires ou saisis par les banques. Les procédures de saisies se succèdent à un tel rythme tel qu'elles sont confiées à des systèmes juridiques quasi automatisés qui s'avèrent d'une ruineuse imperfection. Dans cet imbroglio administratif et juridique cauchemardesque, de plus en plus de victimes sont emportées par la crise.

Le contraste entre le destin de Wall Street et celui de l'homme de la rue devient de plus en plus intolérable. Les grandes banques ont été renflouées. Certains des patrons les moins scrupuleux risquent de faire l'objet de poursuites, mais ils ne sont pas confrontés à la ruine personnelle. Ils se sont retirés dans l'opulence et le confort[46]. Aucun ne s'est retrouvé derrière les barreaux. Et ceux qui sont au sommet à Wall Street sont en train de se refaire, apparemment sans vergogne ni remords. La saison des bonus en 2009 a été meilleure que jamais avec 145 milliards de dollars pour les dirigeants des plus grandes banques d'investissement, gestionnaires d'actifs et fonds spéculatifs, contre 117 milliards en 2008[47]. Goldman a réalisé

un bénéfice de 13,4 milliards de dollars pour ses actionnaires et a versé à son personnel 16,2 milliards de dollars en compensations et primes[48]. Étonnamment, même Citigroup, qui a subi une perte de 1,6 milliard de dollars en 2009 et qui n'a survécu que grâce à l'intervention du gouvernement, a versé 5 milliards de dollars en primes. Les banquiers sont heureux de laisser le passé derrière eux, mais ce n'est pas le cas de la population américaine. Au printemps 2010, la cote de popularité de Wall Street auprès du grand public n'est que de 6 %[49]. Et les régulateurs et leurs juristes réagissent enfin aux événements des trois dernières années. Le 16 avril 2010, la SEC annonce qu'elle va intenter une action en justice contre Goldman Sachs pour avoir trompé les investisseurs à qui ils avaient vendu des titres adossés à des créances hypothécaires de qualité inférieure. L'annonce suscite un concert d'indignations. Enfin, un très grand nom allait devoir rendre des comptes. À la grande honte du gouvernement, le projet de loi Dodd-Frank franchit la ligne d'arrivée non grâce à l'énergie du Trésor ou de la Maison-Blanche, mais porté par une nouvelle vague de colère populaire.

Au printemps 2010, l'atmosphère est si électrique qu'il faut une coalition de trésoriers, de démocrates centristes et de lobbyistes du secteur privé pour bloquer un effort de dernière minute visant à interdire aux banques qui bénéficient des garanties de la FDIC de s'engager dans quelque échange de dérivés que ce soit. Ce qui aurait pu coûter cher aux plus grandes banques. Le compromis qui en résulte se contente « d'expulser » seulement 10 % des dérivés les moins dangereux. De même, Chris Dodd et d'autres alliés « modérés » bloquent une proposition de dernière minute visant à remédier à problème des « trop gros pour faire faillite » en limitant la taille totale des bilans bancaires. L'amendement Collins de mai 2010, crucial, est adopté tardivement[50]. Rédigé en coulisses par la FDIC, il exige que les normes de fonds propres fixées par la Fed et les régulateurs pour les plus grandes banques correspondent au moins au niveau imposé aux petites banques réglementées par la FDIC. Bair veut

empiéter sur le favoritisme dont ont bénéficié les grandes banques sous le régime de Bâle II. Elle souhaite également s'assurer que les normes de fonds propres s'appliquent aux sociétés de holding ainsi qu'aux filiales des banques commerciales. La Fed et le Trésor résistent. Ils insistent sur le fait que la mise en place de normes de fonds propres est leur prérogative réglementaire. Les banques s'insurgent, hurlent que les nouvelles normes de fonds propres vont les obliger à réduire leur crédit de 1,5 billion de dollars. L'affaire se résume à une bagarre dans le processus de réconciliation entre la Chambre et le Sénat, au cours duquel les sénatrices Susan Collins et Sheila Bair l'emportent avec le soutien de Dodd.

IV

La loi Dodd-Frank, promulguée par Obama le 21 juillet 2010, est saluée comme la loi de réglementation le plus importante depuis les années 1930. Les critiques ironisent sur le fait qu'elle n'a pas mis la barre très haut. Il est facile d'être cynique face à un projet de loi confus, truffé de compromis et défini autant par ce qu'il a laissé de côté que par ce qu'il recouvre. Et l'incohérence s'est aggravée une fois la loi adoptée. Alors que le projet était au Congrès, les lobbyistes des banques, conscients de l'échauffement des émotions, avaient fait preuve de retenue. Comme ils l'avaient bien compris, l'adoption de la loi n'était que le premier round. Dès que la loi a figuré dans les textes statutaires et que les discussions relatives à sa mise en œuvre ont commencé à huis clos, ils ont envahi le Capitole. Compte tenu de la complexité inhérente du sujet, de la rivalité entre les régulateurs et la clameur bruyante des lobbyistes, la mise en œuvre de Dodd-Frank s'est transformée en bourbier.

En tout, Dodd-Frank appelait les régulateurs et les agences à formuler 398 nouvelles règles pour le secteur financier. Chacune d'entre elles est devenue la cible de pressions sans restriction de la part des parties intéressées, qui pouvaient désormais agir loin des feux de la rampe des débats au Congrès. En juillet 2013, trois ans après l'adoption de la loi, à peine 155 des 398 règles requises avaient été finalisées[51]. La règle très controversée de Volcker en est un exemple[52]. La nécessité d'établir des séparations internes aux banques pour protéger l'argent des clients des transactions sur fonds propres était une affaire extrêmement technique et litigieuse. Même avec la meilleure volonté du monde, il est presque impossible de faire la distinction entre ce que fait une banque pour créer un marché pour un client et les opérations en son nom propre. Ce qui a émergé ressemblait plus à une tache de Rorschach qu'à un règlement « habile ». Il a fallu attendre décembre 2013 pour que les cinq agences impliquées s'entendent sur un libellé de la règle Volcker de base,

mille deux cent trente-huit jours après l'adoption de Dodd-Frank[53]. Avec pour résultat un document de 71 pages accompagné d'un modeste addendum explicatif de 900 pages. Les banques n'ont pas tant été informées de ce qu'elles devaient faire qu'invitées à démontrer qu'elles ne violaient pas la règle. Quant à savoir ce qui constituerait exactement une preuve de conformité, cela devait faire l'objet de négociations ultérieures[54]. Le meilleur conseil que les juristes pouvaient donner, c'était que c'était aux banques de décider du niveau de « tolérance au risque réglementaire » qui leur convenait. Après l'adoption de la loi en juillet 2010 et la formulation « définitive » de la règle Volcker en décembre 2013, l'année 2014 a débuté par une nouvelle série de discussions sur les « directives » qui seraient publiées pour expliquer ces risques réglementaires. La seule chose qui était claire était que cela générerait une énorme demande en spécialistes de la conformité et en juristes d'entreprise. Comme le notait Jamie Dimon de J.P. Morgan, pour s'adapter au nouveau « système », un banquier aurait besoin des services non seulement d'un avocat, mais aussi d'un psychiatre[55].

Les banquiers ne sont pas les seuls à qui Dodd-Frank donne des sueurs froides. Geithner s'inquiète de la façon dont cela fonctionnerait en cas de crise. Il redoute que le processus formel de résolution centré sur la FDIC n'entrave la réaction à la crise. Néanmoins, cela met l'accent sur la prévention des crises, preuve du changement vraiment significatif apporté par Dodd-Frank. La loi a perpétué et institutionnalisé le système de test d'effort mis en place au printemps 2009 et a été en ce sens une première étape vers un nouveau type de gouvernance appelé « réglementation macroprudentielle[56] », qui exige que les banques ne soient pas simplement évaluées. En fonction de leur modèle de gestion, mais en fonction de leur impact sur la stabilité macroéconomique. À l'inverse, les scénarios macroéconomiques sont, eux, évalués en fonction de leur impact sur les principales banques. Désormais, le risque de crise financière ne relève plus des interventions ponctuelles dans

les économies de marché émergentes, comme cela avait été le cas dans les années 1990, une préoccupation permanente des gouvernements du G20. Le Conseil de stabilité financière créé par Dodd-Frank a offert à la Fed, au Trésor et aux autres régulateurs une plate-forme permanente afin de développer cette nouvelle forme de surveillance et de contrôle. Au fur et à mesure que les régulateurs gouvernementaux comprenaient de mieux en mieux la finance moderne, les banques ont créé des équipes gigantesques de spécialistes de la conformité chargées d'interagir quotidiennement avec les autorités régulatrices. C'est par cette interaction qu'un travail véritablement crucial a été accompli pour définir les règles concernant les trois paramètres les plus importants de la stabilité financière : le capital, le levier financier et les liquidités. C'est une relation profondément incestueuse, riche en conflits d'intérêts. Pour les conservateurs américains, c'est le moment où le libéralisme corporatif donneur de leçons s'est transformé en corporatisme libéral[57]. Et cela allait au-delà de la sociologie de l'interaction bureaucratique et du lien en coulisses entre régulateurs, cabinets juridiques et banques. Pour comprendre à quel point cette logique d'enchevêtrement fonctionnait, il suffisait de revenir aux tests d'effort initiaux de mai 2009.

Il est clair que l'accréditation de la stabilité d'un groupe de banques d'importance systémique leur conférait un privilège. Cela réduirait leurs coûts de financement, ce qui était effectivement le but. Mais c'est mettre l'accent sur l'exercice de mobilisation de capitaux à leur valeur nominale sans accorder assez d'attention aux détails des tests. Si l'objectif est de rétablir la santé financière des banques, l'émission de nouvelles actions n'est pas la seule option. En fait, sur les pertes estimées à 600 milliards de dollars prévues dans le scénario de 2009, 60 % seraient couvertes par des « ressources autres que des capitaux ». Une note explicative jointe au tableau correspondant explique que la principale source de ces « ressources » additionnelles viendrait de « recettes nettes avant provision[58] ». Les recettes

nettes avant provision (PPNR) sont définies comme le revenu net d'intérêts hors intérêts moins les frais autres que d'intérêt. Ce n'est pas la même chose que le profit, car cela ne tient pas compte des provisions pour pertes, mais c'en est assez proche. Dans un avenir prévisible, l'une des principales préoccupations de la politique de la Fed et du Trésor serait de faire en sorte que les dix-neuf plus grandes banques américaines obtiennent une part suffisamment importante des PPNR. Les enjeux sont élevés. Les banques qui ne génèrent pas suffisamment de PPNR ne survivraient pas à un test d'effort et devraient se commercialiser ou en appeler au TARP.

Grâce aux tests d'effort, le Trésor avait échappé aux appels à la nationalisation et à la « résolution » de Citigroup. Au lieu de cela, dans l'intérêt de la stabilité financière et pour réduire la ponction sur le fonds TARP, le Trésor et la Fed se sont en fait fixé pour objectif gouvernemental de ramener les revenus des banques à des niveaux sains. La logique est imparable. Si la stabilité financière, ainsi que le contrôle de l'inflation et l'emploi, constituent désormais un objectif essentiel de la politique économique, alors les bénéfices des banques en sont l'une des principales variables intermédiaires. Plus de profit signifie davantage de poids, donc les bilans bancaires et davantage de stabilité. Dans le cadre du système de test d'effort, l a Fed a compilé des statistiques sur les PPNR et élaboré des modèles permettant de prédire leur évolution probable selon divers scénarios macroéconomiques[59].

Mais l'enchevêtrement ne s'est pas arrêté là. Après avoir ciblé les bénéfices des banques, il était logique que les régulateurs aient également leur mot à dire sur ce que les banques en faisaient[60]. Ainsi que l'indique un communiqué de presse de la Fed publié deux ans plus tard, en novembre 2011, dans le cadre de son Comprehensive Capital Analysis and Review (CCAR) :

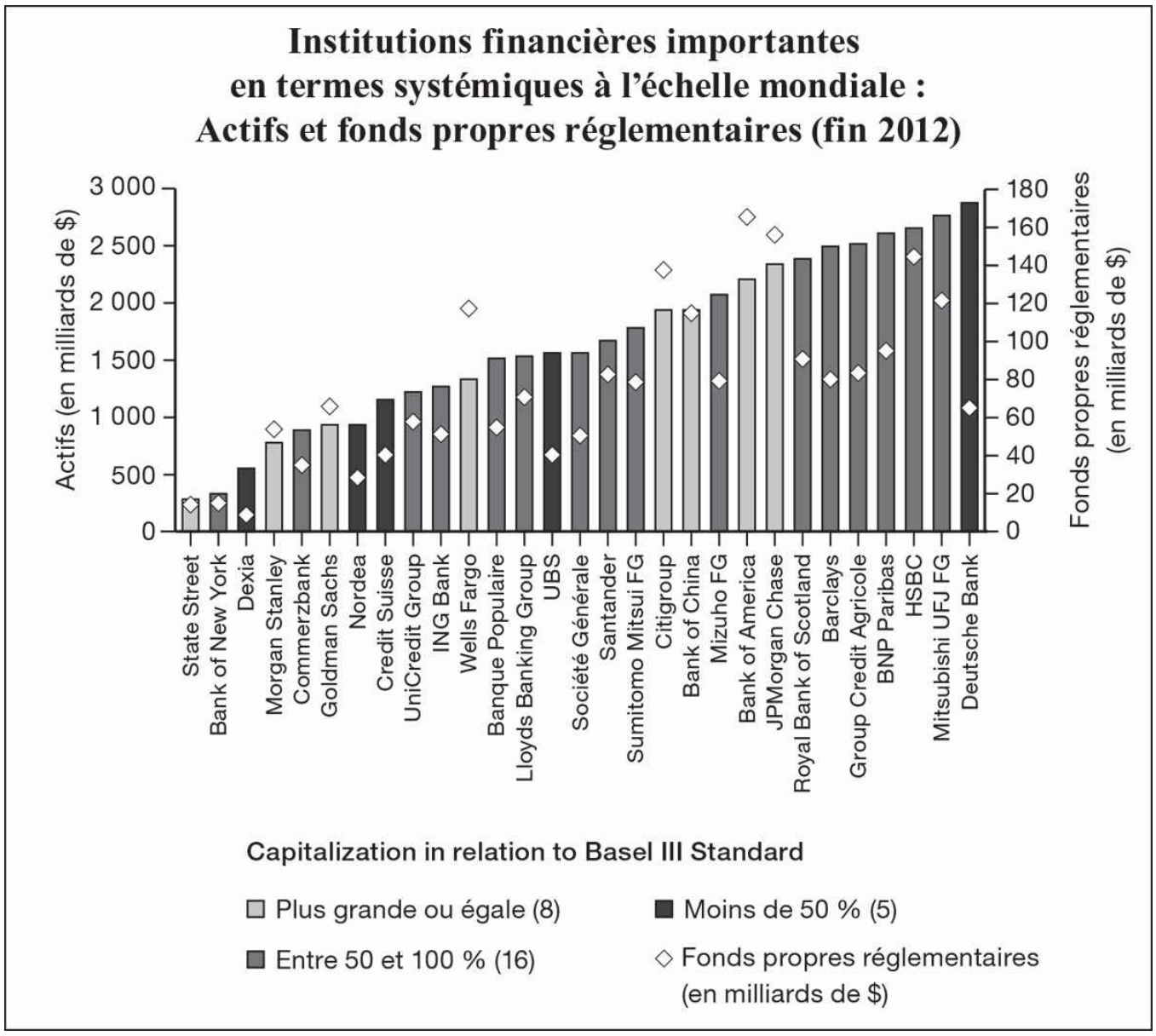
« Chaque année, la Réserve fédérale évaluera la suffisance du capital des institutions, les processus d'évaluation de la suffisance du capital interne et leurs plans pour effectuer des distributions

de capital, telles que des versements de dividendes ou des rachats d'actions. La Réserve fédérale n'approuvera les augmentations de dividendes ou autres distributions de capital que pour les sociétés dont les plans de capital ont été approuvés par les autorités de contrôle et peuvent démontrer une capacité financière suffisante pour fonctionner en tant qu'intermédiaires financiers soumis à des scénarios d'effort macroéconomique et financier, même après avoir effectué les distributions de capital souhaitées[61]. »

Obama et Geithner ont peut-être empêché la nationalisation, mais par une curieuse ironie de l'histoire, moins de vingt ans après la défaite du communisme, à la suite de la crise la plus grave que le capitalisme ait connue depuis les années 1930, les bastions de la finance américaine allaient devoir négocier des « plans d'immobilisations » approuvés par le gouvernement avant de verser des dividendes à leurs actionnaires. L'impératif de préserver la stabilité systémique l'exige. C'est un exemple drastique de réglementation intrusive dans un secteur qui se targuait jadis d'être le bulldozer de la liberté du marché. Et il a été clair dès le départ que les changements adoptés par l'Amérique ne pouvaient pas s'arrêter à ses frontières. Ils devraient être accompagnés de mesures globales : premièrement, pour veiller à ce que l'Amérique ne subisse pas de désavantage concurrentiel ; et deuxièmement, pour veiller à ce que les pratiques dangereuses ne soient pas simplement délocalisées. Les ministres des Finances du G20 avaient décidé, lors de leurs réunions critiques d'octobre 2008, qu'aucune institution d'importance systémique ne serait autorisée à faire faillite. Désormais, la question est de savoir comment elles seraient réglementées. Les Américains viennent de faire un premier pas. Le cadre élargi serait fixé par le Comité de Bâle.

V

L'urgence avec laquelle le changement a été entrepris est frappante. Il avait fallu quatorze ans de mornes négociations pour passer des crises bancaires du début des années 1970 aux premiers règlements de Bâle en 1988. Le processus formel de révision qui a transformé Bâle I en Bâle II a débuté en 1999. Huit ans plus tard, à la suite de la crise, les nouvelles normes n'avaient toujours pas été pleinement appliquées. Bâle III a démarré à un rythme tout à fait différent. Le premier appel à l'action est venu du G20 en novembre 2008. Un nouveau Conseil mondial de stabilité financière, présidé par le chef de la banque centrale italienne, Mario Draghi, s'est réuni cet été. Draghi s'était formé aux côtés de Bernanke au MIT dans les années 1970 et il incarne à la perfection cette nouvelle hybridation entre finance et macroéconomie. En septembre 2009, des discussions techniques sont en cours. En quelques semaines, des rumeurs commencent à circuler selon lesquelles le Comité de Bâle, à l'instar des tests d'effort des États-Unis, a identifié trente groupes financiers comme étant « d'importance systémique » au niveau mondial[62]. Ils seraient assujettis à des normes de fonds propres plus sévères et seraient tenus de rédiger des testaments qui indiqueraient à l'avance comment ils seraient liquidés au cas où ils seraient au plus mal. Le G20 donne son accord à la nouvelle réglementation lors de sa réunion de novembre 2010 à Séoul. La première liste des vingt-neuf institutions financières d'importance systémique (SIFI) soumises au régime intégral de Bâle III est publiée en novembre 2011.



Source : A. Rostom et M. J. Kim, « Watch Out for SIFIs – One Size Won't Fit All », World Bank (blog), 1er juillet 2013, http://blogs.worldbank.org/psd/watch-out-sifis-one-size-wont-fit-all. Data : *The Banker*, juillet 2012, et rapports annuels des banques.

Dans le sillage de la crise, ces vingt-neuf institutions, ayant leur siège aux États-Unis, en Europe, au Japon et en Chine, détiennent un actif total de 46 000 milliards de dollars. Ils représentent ainsi environ 22 % de tous les actifs financiers dans le monde. Désormais, ils seraient soumis à un régime spécial de surveillance, non seulement au niveau national par le biais de tests d'effort, mais également au niveau mondial. Compte tenu des mécanismes de la crise de 2008, Bâle III s'est concentré sur de nouveaux domaines de réglementation. Pour leur conférer

une certaine résistance face à un « *repo* sur mesure », toutes les SIFI seraient tenues de posséder suffisamment d'actifs liquides de haute qualité qui pourraient être vendus ou repris pour couvrir trente jours de sorties nettes de leurs activités. En outre, pour limiter l'inadéquation des échéances, les banques doivent démontrer qu'elles disposent d'un financement stable à long terme suffisant pour correspondre à leur portefeuille de prêts à long terme. La réglementation de Bâle III vise à garantir que les banques ne pourront pas se retrouver dans la situation d'un Northern Rock, avec un gigantesque bilan de prêts hypothécaires à long terme alimentés par un financement de gros instable à court terme. Ces réglementations seraient les plus controversées de Bâle III. Mais dans la première phase de la bataille sur les nouvelles réglementations, ce serait la question classique du capital qui passerait au premier plan.

Au lendemain de la crise, de nombreux économistes réformateurs réclament une importante augmentation du capital[63]. Les économistes Anat Admati et Martin Hellwig ont lancé un appel aux banques pour qu'elles soient contraintes de détenir des capitaux allant de 20 à 30 % de leur bilan, le type de ratio de capital qui était typique des autres entreprises et des fonds spéculatifs. Cela leur aurait assuré une grande solidité. Et cela aurait justifié des taux de rendement beaucoup plus bas. Pour la même raison, les banques mondiales, qui n'ont aucune envie de devenir des fournisseurs d'outils financiers, résistent avec vigueur. L'Institut de la finance internationale (IIF) mène la charge. Ses membres représentent l'ensemble du secteur bancaire mondial : américain, européen et asiatique. Son directeur général, Charles Dallara, est un négociateur chevronné de la dette souveraine qui a piloté les premières étapes de la carrière de Tim Geithner au Trésor américain dans les années 1980. Le président du groupe est Josef Ackermann, P-DG suisse de Deutsche Bank. Ils soutiennent qu'une recapitalisation agressive ralentirait les prêts et donc la croissance économique. Selon les modèles économétriques internes de l'IIF,

une augmentation de 2 % du capital requis pour les G-SIFI réduirait le PIB aux États-Unis, au Japon et en Europe de 3 % et infléchirait la croissance annuelle de 0,6 %. La reprise ayant du mal à atteindre une croissance de 1 ou 2 %, cette prévision inquiète[64]. C'est un argument spécieux et hypothétique que les partisans de la mobilisation de capitaux ont dû contrer avec leur propre économétrie, plus élaborée.

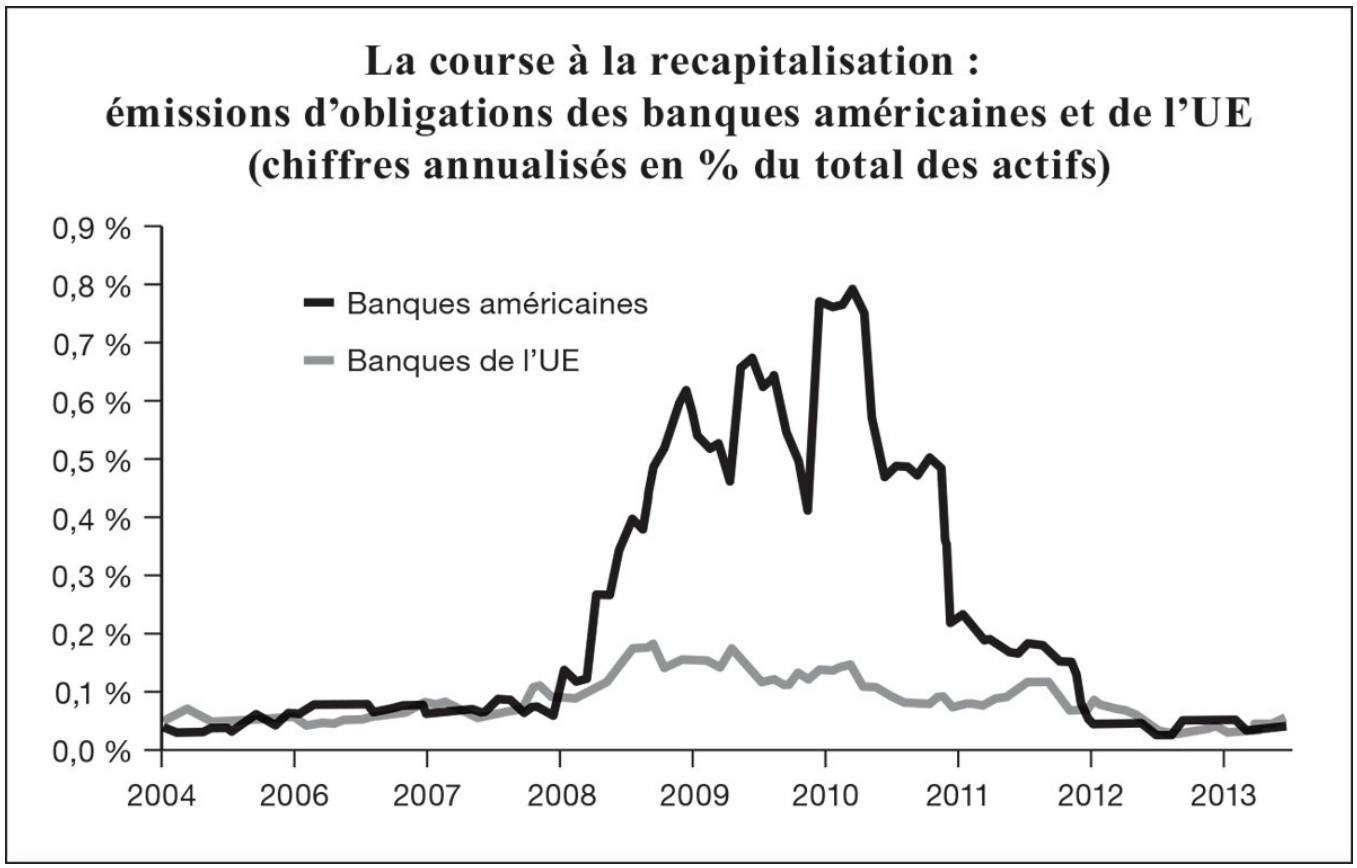
En pleine guerre des modèles économiques à Bâle, Sheila Bair se fait la porte-parole de la levée de capitaux. Les régulateurs suisses vont dans le même sens. Après le quasi-effondrement d'UBS et les énormes pertes du Crédit Suisse, ils ont clairement compris qu'ils ne pouvaient se permettre de laisser aucune de leurs mégabanques faire faillite[65]. Le reste de la délégation américaine ne va pas aussi loin que Bair. Le compromis qui en résulte constitue un changement substantiel, mais nullement radical. Les nouvelles règles fixent à 7 % l'exigence minimale de base pour les fonds propres de catégorie 1 par rapport aux actifs pondérés en fonction des risques pour toutes les banques. Toutefois, les banques d'importance systémique doivent détenir des montants plus élevés, en fonction de leur taille et de leur impact sur l'économie mondiale. Entre novembre 2014 et janvier 2019, les vingt-neuf institutions sélectionnées seraient tenues d'augmenter leur capital par rapport aux actifs pondérés en fonction des risques, entre 8 et 12,5 %, en fonction de leur importance systémique[66]. Un pourcentage supplémentaire de 3,5 % pourrait être ajouté, sous la forme, par exemple, d'obligations convertibles transformables en actions dans les périodes difficiles. Contrairement à Bâle II, l'effet de levier a été mesuré de deux manières. La norme de base vise les actifs pondérés en fonction des risques, que les banques peuvent calculer à l'aide de formules internes complexes. Cependant, en tant que critère de solidité, le levier pondéré en fonction des risques serait comparé à un simple ratio entre le total des actifs bancaires et le capital capable d'absorber les pertes. Ce dernier ne devait pas être inférieur à un ratio de levier de 3 %

des capitaux propres par rapport aux actifs. Bair et ses camarades en sont indignés. Aux États-Unis, par le biais de l'amendement Collins et de la norme établie par la FDIC, la barre a été relevée. Mais si rien de plus n'a été entrepris à Bâle, c'est moins à cause de la délégation américaine que de l'opposition de l'Europe.

Depuis la crise, Berlin et Paris ne mâchent pas leurs mots à propos des finances anglo-saxonnes et la Commission européenne a enfin pris conscience de la nécessité de se doter d'une capacité de lutte contre les sinistres financiers. Le Comité de Larosière sur la réglementation financière a publié son rapport en février 2009[67]. Il recommande une structure de supervision bancaire à l'échelle européenne entièrement nouvelle qui aboutira en 2011 à la création de quatre nouvelles agences : l'Autorité bancaire européenne (ABE), l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP), ainsi qu'un Comité européen du risque systémique chargé de superviser la réglementation macroprudentielle. Sur le plan organisationnel, c'est beaucoup plus complet que tout ce qui a été tenté par Dodd-Frank. Mais bien que le groupe Larosière ait reconnu que les grandes banques transfrontalières posaient d'énormes problèmes aux superviseurs nationaux et admette que les structures fédérales des États-Unis leur donnaient un avantage certain dans la gestion des crises, il ne recommande que des accords ad hoc de partage des risques et rejette l'idée d'un système commun de garantie des dépôts. Ce qu'il envisage c'est la coordination et l'harmonisation des mesures nationales, non une union bancaire[68]. Entretemps, malgré tous les efforts déployés pour créer de nouvelles agences de surveillance, les progrès de l'Europe ont été extrêmement lents sur la question des modèles d'activité des banques et de la recapitalisation[69].

Les États-Unis ayant donné le ton, le Comité européen des contrôleurs bancaires annonce en mai 2009 qu'il procéderait à un exercice de planification de scénarios avec les banques européennes. Mais le comité insiste sur le fait qu'il ne s'agit « pas

d'un test d'effort pour identifier les banques individuelles » et que « les résultats [resteraient] confidentiels [70] ». Il y a des raisons de craindre les résultats d'une enquête plus approfondie. Les banques cherchant désespérément à éviter la honte d'une aide officielle, les centaines de milliards de fonds publics alloués en Europe en octobre 2008 pour financer la recapitalisation sont restées pour l'essentiel inexploitées. Pendant ce temps, le prix extrêmement bas des actions bancaires fait que la mobilisation de capitaux sur les marchés coûte cher. En conséquence, dès avril 2009, lors de son premier bilan catastrophique de la crise financière, le FMI estime que les États-Unis sont nettement en tête dans le domaine de la recapitalisation bancaire[71]. Selon le Fonds, les banques européennes doivent s'attendre au moins à mille milliards de dollars de pertes d'ici à 2010, outre celles déjà constatées. Soit deux fois plus que ce qui est encore en suspens aux États-Unis. Dans toute l'Europe, des chiffres encore plus alarmants circulent. En avril 2009, la *Süddeutsche Zeitung* met la main sur un article du régulateur allemand BaFin qui semble indiquer la présence de 816 milliards d'euros d'actifs dans les banques allemandes, toxiques ou invendables dans les conditions actuelles[72]. À l'été 2009, l'Allemagne introduit une nouvelle législation pour créer des structures de « défaisance » afin d'absorber cette dette toxique. Mais encore une fois, les fonds n'ont pas été utilisés. Les actions européennes sont facilitatrices, non obligatoires. Tout compte fait, le FMI estime que pour restaurer un semblant de stabilité, les banques européennes auraient besoin de 500 à 1 250 milliards de dollars, soit en nouveaux capitaux, soit en bénéfices accumulés et conservés. Mais loin de rechercher activement de nouveaux fonds, les banques européennes ont pris beaucoup de retard par rapport à leurs homologues américaines.



Source : D. Schoenmaker et T. Peek, « The State of the Banking Sector in Europe », OECD Economics Department Working Papers 1102 (2014), figure 8, http://dx.doi.org/10.1787/5k3ttg7n4r32-en.

Ce graphique frappant, qui montre avec quelle agressivité les banques américaines ont mobilisé des capitaux par rapport à leurs homologues européennes, sert de conclusion adaptée à la première phase de la crise. Le TARP, suivi des tests d'effort, le régime Dodd-Frank et la planification du capital, ont engagé de force le système bancaire américain sur la voie de la reprise. Tout en excluant des options plus radicales. Les banques restaient trop grosses pour faire faillite. Loin de réduire leurs effectifs ou d'être morcelés, en 2013, J.P. Morgan, Goldman Sachs, Bank of America, Citigroup, Wells Fargo et Morgan Stanley étaient de 37 % plus importants qu'en 2008[73]. Les ressources de l'État ont été mises unilatéralement au service de la direction et des actionnaires. Mais si l'objectif était de sortir les banques américaines du service des urgences, cela a fonctionné. Comme le soulignait Geithner, la santé financière des banques a été le test

ultime de sa politique de stabilisation et, à ce titre, le résultat est sans ambiguïté. Entre 2009 et 2012, les dix-huit plus grandes banques américaines ont augmenté leur capital commun de 400 à 800 milliards de dollars. Elles ont ramené leur ratio de financement en gros à risque de 1,38 dollar par dollar des dépôts des particuliers assurés par la FDIC à 0,64 dollar. Dans le même temps, elles ont porté de 14 à 23 % la part de leurs actifs en numéraire, en bons du Trésor et en instruments très liquides [74]. Le regroupement et la coopération de l'élite que le Trésor et la Fed avaient finalement réussi à orchestrer en octobre 2008 fonctionnaient.

En comparaison, l'absence de recapitalisation complète du système bancaire européen en difficulté était une erreur qui constitue l'un des tournants fondamentaux de la crise. Avec l'aide de prêts à faible taux d'intérêt de la BCE de Trichet, de nombreuses banques ont eu recours à des moyens de fortune pour augmenter leurs bénéfices en achetant des titres de créance publics à rendement plus élevé. Mais l'incapacité à développer de nouveaux capitaux ne permettrait pas aux banques européennes d'absorber d'autres chocs. Alors que les États-Unis ont commencé à se stabiliser, en Europe, la crise bancaire de 2008 fusionnerait un an plus tard avec une nouvelle crise : une panique sur le marché de la dette publique de la zone euro. Le fil conducteur entre la crise des subprimes et la crise de la zone euro a été la fragilité des bilans bancaires en Europe. La combinaison des deux crises serait l'un des moments les plus importants de l'histoire économique européenne depuis 1945. Elle ébranlerait la politique de l'Europe jusque dans ses fondations. Cela engendrerait une fracture radicale au sein de l'économie atlantique entre l'Europe et l'Amérique, et représenterait un grave défi aux relations transatlantiques.

Partie III

ZONE EURO

Chapitre 14

GRÈCE 2010 : FAIRE COMME SI

À **l'été 2009**, une fois cautérisée la crise aiguë dans le secteur bancaire, les économies européenne et américaine commencent à se remettre. Mais les répliques se poursuivent. Grâce à la protection fournie par la Fed et le Trésor, aux États-Unis, ces répliques ne prennent plus la forme d'un stress aigu dans le système financier, mais elles se répercutent sur des millions de ménages aux prises avec l'incapacité de rembourser des prêts les paiements et des logements qui ne valent plus la dette qu'ils garantissent. La vague de saisies de logements aux États-Unis n'atteindra son paroxysme qu'au début de 2010. Les débiteurs continuent à faire défaut, en d'autres termes, mais leur malheur ne représente pas de risques systémiques. Ce sont eux, les impuissants, qui n'ont guère obtenu de soutien du gouvernement Obama ou de qui que ce soit d'autre. Les principaux atouts de l'économie, à l'exception de l'offre de liquidité de la Fed, sont les stabilisateurs automatiques de l'appareil budgétaire. Ils ont profondément entamé les finances publiques, non seulement aux États-Unis, mais dans toutes les économies développées. En 2010, cela déclencherait un retour de bâton à l'échelle mondiale qui nécessiterait un assainissement budgétaire et un retour à un programme de viabilité budgétaire si souvent préconisé avant la crise. Le contrôle du ratio dette/PIB deviendrait un credo. Après les largesses des renflouements bancaires de 2008 est venue l'austérité, mais pas pour les mêmes, bien sûr. Mais l'argent est fongible. En fin de compte, les services de santé, l'éducation et les administrations locales étaient tous inscrits dans le même budget et devaient faire face aux coûts de la crise.

Dans la zone euro, le retour à l'austérité qui succède aux largesses de la crise bancaire prendrait une forme particulièrement dramatique car, dans trois de ses plus petits États membres, l'impact budgétaire de la crise a été terrible. Au lendemain de la crise de 2008, la Grèce, l'Irlande et le Portugal se sont retrouvés dans une situation budgétaire de plus en plus intenable. C'est en Grèce et en Irlande que la situation est la plus grave. La dette publique de la Grèce est tout simplement trop énorme et doit être restructurée. L'Irlande a été dépassée par les conséquences de sa déclaration paniquée du 30 septembre 2008, à savoir qu'elle garantissait 440 milliards d'euros de passif bancaire. Compte tenu du fardeau de la Grèce et de l'Irlande en 2009, la seule solution raisonnable est de procéder à une restructuration de la dette, également connue sous le nom de décote des porteurs d'obligations, ou, de façon plus euphémique, de participation du secteur privé. En Grèce, cela impliquerait des prêteurs de l'État. En Irlande, ce sont les créanciers des banques dont les créances ne pouvaient raisonnablement être satisfaites. Comme dans toute faillite, cela passerait par une violation des droits de propriété, ce qui engendrerait l'incertitude. Le risque de contagion est grave. Si la Grèce ou l'Irlande se restructurent, qui sera le prochain ? Compte tenu de la faiblesse des banques européennes, il pourrait être dangereux de leur infliger de nouvelles pertes. Et sachant leur niveau d'interconnexion avec le système financier américain, cette inquiétude ne resterait pas cantonnée à l'Europe. Il n'est donc pas surprenant que les situations grecque et irlandaise, suivies de celle du Portugal, aient provoqué des tensions politiques et financières et que cela se soit propagé des deux côtés de l'Atlantique. Mais ce qui s'est passé dans la zone euro à partir de 2010 était extraordinaire.

Le déni et l'absence d'initiative et de coordination qui ont caractérisé la première réaction de l'Europe à la crise bancaire de septembre et début octobre 2008 étaient les signes avant-coureurs des événements à venir. Dans la première phase de

la crise, à l'automne 2008, il a encore été possible de juguler les tensions au niveau national. En 2010, elles se transforment en un affrontement général pour l'avenir de l'Europe. La monnaie unique manque de s'effondrer. La Grèce, le Portugal, l'Irlande et l'Espagne connaissent des dépressions sans précédent depuis les années 1930. L'Italie en subit les dommages collatéraux. Le crédit souverain de la France est mis en péril. Des chefs de gouvernement perdent leur poste. Des partis politiques se disloquent. Les passions nationalistes atteignent le point d'ébullition. Le gouvernement Obama est confronté à la perspective d'une nouvelle crise de l'Europe qui risque de déborder sur les États-Unis. Au printemps 2009, la France et l'Allemagne avaient donné des leçons au Royaume-Uni et aux États-Unis sur la stabilité financière. Un an plus tard, elles en sont réduites à appeler le FMI à aider non seulement la Grèce, mais la zone euro dans son ensemble. Et ça ne suffit pas. Deux ans plus tard, la crise de la zone euro menace toujours la stabilité financière mondiale.

I

Considérés avec en toile de fond la crise planétaire, qui s'étend de Wall Street à Séoul, les problèmes de la Grèce et de l'Irlande n'ont rien d'inhabituels et il n'est pas besoin de se référer aux particularités de la gouvernance de la zone euro pour les expliquer[1]. Les coûts du renflouement que Dublin s'est imposé suffiraient à mettre en danger même l'État le plus sain sur le plan financier. Le cauchemar de Lagarde, en octobre 2008, est devenu réalité : une crise du système financier européen extrêmement intégré est trop vaste pour qu'un pays puisse la résoudre seul. Les politiciens de Dublin ont été mus par la panique et par leurs liens étroits avec la communauté bancaire locale, mais le veto de Merkel à toute solution européenne collective a rendu la situation irlandaise intenable. Lorsque, le 15 janvier 2009, Dublin est contraint de nationaliser Anglo Irish Bank, il y a déjà des rumeurs concernant une intervention du FMI. Les obligations souveraines de l'Irlande ont été vendues et leur risque de défaut a augmenté, dépassant même celui de la Grèce[2].

Si cette dernière avait été dans la situation de la Hongrie en 2008, un membre de l'UE en dehors de la zone euro, elle aurait vraisemblablement rejoint les Européens de l'Est lors du premier cycle de programmes de crise du FMI[3]. Non que la Grèce ait été directement impliquée dans la crise financière transatlantique. Ses banques avaient au mieux des intérêts régionaux. La crise a atteint la Grèce par le biais de ses secteurs d'exportation et du tourisme. Ensuite, les stabilisateurs budgétaires automatiques sont entrés en jeu. Les recettes fiscales ont chuté. Rien de tout cela n'était inhabituel en 2008-2009. Ce qui distingue la Grèce, c'est la précarité de sa situation budgétaire au moment de la crise. Il importe de rappeler que la Grèce n'a pas profité de son adhésion à la zone euro pour se livrer à une frénésie d'emprunts. Le gros de ses dettes a été accumulé dans les années 1980 et 1990, quand ses deux principaux partis, le PASOK (social-démocrate) et la Nouvelle Démocratie (chrétienne-démocrate), ont séduit

les électeurs en faisant miroiter la modernité et les richesses de l'Europe occidentale[4]. En 2006, le niveau de la dette grecque par rapport au PIB était inférieur à ce qu'il avait été quand elle avait rejoint la zone euro en 2001. Mais elle n'avait pas beaucoup diminué, et aurait été encore pire s'il n'y avait eu des manipulations. L'erreur d'Athènes a été de ne pas se servir de la période exceptionnelle de croissance rapide et de faibles taux d'intérêt pour réduire considérablement son endettement. Elle s'est tout juste contentée de gérer, et la moindre hausse soudaine du déficit, la moindre augmentation des taux d'intérêt risquait de la faire basculer dans l'insolvabilité. C'est précisément ce qui s'est passé en 2008. En réponse à la crise, le gouvernement conservateur de la Nouvelle Démocratie a renoncé à toutes les restrictions budgétaires et, parallèlement, les taux d'intérêt pour la Grèce en tant qu'emprunteur souverain plus faible ont grimpé.

En juillet 2009, Athènes avertit l'Eurogroupe du fait que son déficit pourrait atteindre 10 % du PIB ou plus. Mais à ce moment-là, aucune des deux parties ne juge bon d'en faire part au grand public. La rupture a lieu le 4 octobre, lorsque les électeurs grecs chassent le parti de la Nouvelle Démocratie de centre-droite et accordent une large majorité à un gouvernement du PASOK réformateur. Deux semaines plus tard, l'administration de George Papandréou rompt le silence[5]. Athènes annonce à Eurostat, l'agence statistique européenne, que son déficit dépassera les 12,7 %. D'un coup, les révisions budgétaires pour 2009 font passer le fardeau de la dette grecque de 99 à 115 % du PIB. Avec des dizaines de milliards de dollars de déficit ne cessant de s'ajouter à la dette existante, combinés à des taux d'intérêt en hausse, le problème serait bientôt impossible à endiguer. Rien qu'en 2010, la Grèce est censée rembourser un montant total gigantesque, de 53 milliards d'euros. De quoi exercer de terribles pressions sur n'importe quel emprunteur. Mais les problèmes de la Grèce ne sont pas dus à l'illiquidité. Le pays est insolvable. Pour stabiliser vraiment ses dettes, il lui

faudrait, selon une estimation, augmenter les recettes fiscales de 14 % du PIB et réduire les dépenses du même montant. Politiquement, c'est impossible. Ce dont la Grèce a besoin, c'est de se restructurer, de s'entendre avec ses créanciers afin qu'ils réduisent leurs créances. Quoi que ce soit d'autre, comme le fait d'ajouter de nouveaux prêts à un fardeau de la dette déjà insoutenable, reporterait le problème en accroissant son ampleur.

Bien entendu, la restructuration est une solution impopulaire auprès des créanciers. En 2007, les obligations de la Grèce avaient presque toutes le même rendement que celles de l'Allemagne. Elles étaient largement détenues. À la fin 2009, sur les 293 milliards d'euros de dette publique de la Grèce, 206 milliards sont détenus à l'étranger, 90 milliards par des banques européennes et à peu près le même montant par des fonds de pension et d'assurance. Une réduction de ces créances allégerait le fardeau de la Grèce. Mais la Grèce sortirait aussi du club des emprunteurs européens respectables. Autrefois, le PASOK aurait pu transformer une faillite nationale en une rupture libératrice[6]. En 2009, ce n'était plus un parti de ce genre. La restructuration entraînerait Athènes dans des négociations humiliantes avec ses créanciers. Le FMI serait probablement impliqué. En fait, la restructuration n'est pas seulement impopulaire, elle est de l'ordre de l'indicible. Dans l'espoir de repousser l'inévitable et de vaguement s'en sortir, l'essentiel est de préserver la confiance. Même la possibilité d'une restructuration risque de provoquer une panique, de bloquer les financements à court terme et de rendre inévitables les défaillances immédiates. À terme, cependant, quelle que soit la tactique adoptée, les chiffres demeurent implacables. Les dettes de la Grèce étaient trop lourdes et augmentaient de plus en plus. La restructuration était inévitable. Mais plutôt qu'une rupture nette, on a assisté à une sorte de combat d'arrière-garde, aussi long que pénible, encore aggravé par des obstructions et par le recours constant à la tactique du « faire

comme si ».

À quand remonte cet enchaînement d'erreurs ? Au printemps 2010, le Premier ministre grec Papandréou se rend à Paris pour rencontrer le président Sarkozy et son gouvernement. Les Français ne cachent pas qu'ils ne veulent pas de crise. Ils ne veulent pas non plus entendre parler de restructuration. Ils souhaitent mobiliser des fonds pour renflouer les Grecs. Depuis la crise de l'automne 2008, quand Budapest avait été poussée dans les bras du FMI, un comité secret regroupant les plus grands États européens débattait de la réaction de la zone euro si l'un de ses membres se trouvait happé dans une crise à la hongroise[7]. Paris et la Commission européenne étaient favorables à une solution à l'échelle européenne. Pour les Grecs, c'est sans aucun doute rassurant. Comme ce sera le cas pendant toute la crise de la zone euro, il y a peu ou pas d'hystérie anti-renflouement en France[8]. Quand bien même les Français contribueront presque autant par habitant à chaque mesure de sauvetage de la zone euro que l'Allemagne, la question n'a jamais été autant politisée. Mais cela n'empêche pas de se demander pourquoi Paris était-il si disposé à envisager de gaspiller de l'argent en Grèce ?

Le président Sarkozy n'a jamais raté une occasion de marquer des points au détriment des finances anglo-saxonnes. Il est donc d'autant plus embarrassant que, en Grèce, ce soient les banques françaises les plus exposées. Paribas est le plus grand détenteur étranger de dette grecque. Le Crédit Agricole est considérablement exposé via une filiale grecque. Et la banque la plus fragile de toutes est Dexia[9]. Mais pourquoi diable Paris s'en soucie-t-il tant ? Le bilan de BNP Paribas est suffisamment solide pour absorber les pertes en Grèce. L'exposition directe de Dexia à la Grèce ne s'élève qu'à 3 milliards d'euros. Dans des conditions normales, il n'y a là rien de désastreux. La préoccupation de Paris s'explique en premier lieu par l'état catastrophique du bilan de Dexia. C'est vraiment un maillon faible et en 2010, personne n'est disposé à le réparer. Le public

n'approuverait pas un autre plan de sauvetage bancaire. Et les inquiétudes vont bien au-delà de Dexia et ses semblables. C'est l'ensemble du modèle économique des plus grandes banques européennes, même de champions français comme BNP Paribas, qui est une source d'anxiété. Elles continuent à s'appuyer sur le financement de gros. Si leur crédit venait à faiblir, elles seraient à la merci des marchés du papier commercial et des pensions. La confiance dans les marchés de financement ne s'est pas redressée après les chocs subis depuis 2007. Si la confiance subit un nouveau coup dans la zone euro, cela pourrait conduire à un retrait général des financements. Ce qui est en jeu, ce n'est pas seulement la Grèce, mais le réseau beaucoup plus vaste de la dette transfrontalière, où les enjeux de l a France, comme d'autres prêteurs riches, sont vraiment énormes.

Au total, les prêts des banques étrangères dans ce que l'on a appelé la périphérie de la zone euro – Grèce, Irlande, Portugal et Espagne – ont dépassé les 2 500 milliards de dollars. Sur ce total, les banques françaises détiennent environ 500 milliards de dollars et les banques allemandes à peu près autant. La plupart de ces prêts et emprunts ne sont pas destinés aux gouvernements. L'Espagne et l'Irlande ont été emportées par la gigantesque inflation de l'immobilier, qui se dégonfle maintenant douloureusement. En Espagne, en particulier, il y a des raisons de craindre pour la stabilité non pas des finances publiques, mais des prêteurs hypothécaires locaux. Au-delà de la périphérie, la dette publique de l'Italie est encore plus préoccupante. La situation budgétaire de l'Italie est contrôlée beaucoup plus étroitement que celle de la Grèce. En effet, avant la crise, Rome maintenait des excédents primaires (avant les paiements d'intérêts sur la dette). Mais le niveau de la dette est inquiétant et, en mai 2008, Silvio Berlusconi a pris la tête du gouvernement italien. Or, malgré ses accomplissements dans le domaine des affaires et ses partenaires de coalition conservateurs, Berlusconi est considéré comme un dangereux opportuniste.

Personne ne tient à ce que les flammes de la panique atteignent l'Italie. Après l'Italie, il y a la Belgique et ensuite la France elle-même. C'est cette structure à trois niveaux de la dette qui a présidé à la politique de gestion de la crise de la zone euro du point de vue français : les petits débiteurs souverains en faillite – la Grèce et le Portugal – en bas de l'échelle ; puis les victimes du boom immobilier avec des passifs importants hérités de la crise bancaire – l'Irlande et plus tard l'Espagne ; et enfin les très grands débiteurs publics, avec l'Italie en tête. Pour Paris, la viabilité à long terme de la dette grecque est moins importante que le maintien de cette pyramide géante.

Il est sans doute rassurant pour Athènes d'avoir droit à un accueil si sympathique à Paris. Mais cela aurait dû déclencher l'alarme. La Grèce voulait-elle vraiment devenir l'arène où la France se battrait pour la stabilité financière de la zone euro ? Un plan de sauvetage conçu pour minimiser les risques pour les banques européennes en sur-expansion et pour tirer d'embarras les politiciens servirait-il au mieux les intérêts des contribuables grecs ? Les risques pour la Grèce sont évidents. Du côté français aussi, on peut se demander, si l'on voulait consolider la zone euro, si la meilleure tactique consiste à retarder une résolution simple et approfondie de l'énorme endettement de la Grèce. S'il s'agit de choisir une ligne de défense, la Grèce est-elle vraiment le lieu idéal ? Pour citer la vilaine métaphore qui circulerait bientôt dans la zone euro, n'était-il pas préférable d'amputer le membre gangrené, de pousser agressivement la Grèce à la restructuration[10] ? Chaque option comportait des risques. Paris a préféré faire comme si.

Pyramide de la dette de la zone euro (en milliards de $)

Exposition des banques mondiales à la dette de la zone euro au 1er trimestre 2010									
Exposition à	Type d'exposition	Allemagne	Espagne	France	Italie	Reste de la zone euro	Royaume -Uni	États -Unis	Total mondial
Grèce	Secteur public	23,1	0,9	27	3,3	22,9	3,6	5,4	92,5
	Banques	10,5	0	3,9	1,2	2,6	2,2	3,1	26,1
	Secteur privé hors banques	10	0,2	40,2	2,2	14,5	6	5,2	83,2
	Total des créances étrangères	43,6	1,1	71,1	6,8	40,1	11,8	13,6	20,2
	Autre exposition	7,4	0,5	40,5	2	7,8	4,7	27,5	95,2
	Exposition totale	51	1,6	111,6	8,8	47,9	16,5	41,2	297,2
Irlande	Secteur public	3,4	0,2	8,7	0,9	3,8	7,3	1,9	29,7
	Banques	46	2,5	21,1	3,6	14	42,3	24,6	168,6
	Secteur privé hors banques	118,1	9,6	20,5	12	66,8	114,4	34,1	421,7
	Total des créances étrangères	167,5	12,3	50,3	16,5	84,9	164	60,6	621,1
	Autre exposition	38,3	3,9	35,4	12,1	7,6	58,4	53,2	222,7
	Exposition totale	205,8	16,2	85,7	28,6	92,5	222,4	113,9	843,8
Portugal	Secteur public	9,9	10,6	20,4	2,2	11,5	2,6	1,6	62,9
	Banques	20,3	7,4	7,3	3,1	7	6,6	2	55,4
	Secteur privé hors banques	8,2	66,7	14,4	1,1	8,2	15,8	1,6	118,4
	Total des créances étrangères	38,4	84,7	42,1	6,5	267	25	5,2	236,7
	Autre exposition	8,1	23,3	7,6	2,9	2,4	7,4	32,1	85,6
	Exposition totale	46,6	108,8	49,7	9,4	29,1	32,4	37,3	322,4
Espagne	Secteur public	30		46,9	2,3	19,1	7,6	4,9	127,6
	Banques	95		69,7	11,1	68,7	27,6	28,6	317,4
	Secteur privé hors banques	55,2		83,1	16,4	98,3	75	28,7	378,2
	Total des créances étrangères	180,2		199,8	29,9	186,1	110,2	62,2	824,1
	Autre exposition	37,7		44,4	12,6	14,4	31,5	124,1	278,5
	Exposition totale	217,9		244,2	42,5	200,6	141,7	186,4	1102,6
Italie	Secteur public	55,6	11,8	119,4		N/A	12,2	21,3	371,3
	Banques	54,5	3,1	51,2		N/A	13,4	13,6	171,4
	Secteur privé hors banques	66,1	24,2	309,9		N/A	43	17,8	445,5
	Total des créances étrangères	176,2	39,3	480,1		143,6	68,6	52,7	988,2
	Autre exposition	58,2	20,3	97,6		N/A	28,8	237,3	487,1
	Exposition totale	234,4	59,6	577,7		N/A	97,4	290	1475,3

Note :

(1) Les autres expositions comprennent les contrats dérivés, les garanties et les engagements de crédit.

(2) Les chiffres de l'exposition sectorielle pour l'Italie pour le 1er trimestre 2010 ont été

calculés en appliquant des proportions reportées pour le 4e trimestre 2010.
(3) Les chiffres pour d'autres expositions à l'Italie pour l'Allemagne, l'Espagne et la France ont été calculés en appliquant des proportions relatives aux créances étrangères pour le 4e trimestre 2010.

Sources : BIS Consolidated Banking Statistics et *BIS Quarterly Review,* septembre 2010, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1009.pdf.

Du côté allemand, au début, on a pu croire qu'une attitude similaire allait prévaloir. Les banques allemandes, comme celles de la France, ont été fortement exposées aux emprunteurs les plus faibles de la zone euro. Berlin a bien compris la logique de la stabilité systémique[11]. En février 2009, lorsque les pressions ont commencé à peser sur la Grèce et l'Irlande, le ministre des Finances Peer Steinbrück a apaisé les marchés en annonçant : « Si un pays de la zone a des ennuis, alors, nous devons l'aider collectivement. Les traités de l'euro-région ne prévoient aucune aide pour les pays insolvables, mais en réalité, les autres États devraient se porter au secours de ceux qui rencontrent des difficultés[12]. » Un an plus tard, lorsque le gouvernement Papandréou a besoin d'aide, Josef Ackermann, l'énergique P-DG de la Deutsche Bank et président de l'IIF, répond présent. Il se rend à Athènes au début de l'année 2010 pour offrir un prêt public-privé de 30 milliards d'euros[13]. Il est concevable qu'avec Berlin et Paris, l'application d'un pansement durable aurait calmé les marchés et réduit les rendements à un point qui aurait permis à la Grèce de tenir. Mais la dette s'accumule inexorablement. Et que se serait-il passé quand la zone euro aurait été atteinte par le prochain choc, que ce soit en Irlande ou au Portugal ? Pour un emprunteur insolvable, une nouvelle dette n'est qu'un expédient, pas une solution.

Quoi qu'il en soit, au printemps 2010, cette réflexion en reste au stade théorique. Quand les Allemands se sont rendus aux urnes le 27 septembre 2009, après une campagne acharnée, ils ont éjecté Steinbrück et le SPD. Angela Merkel a continué en tant que chancelière, mais au sein d'une coalition avec FDB libre-échangiste et favorable à une réduction des impôts[14]. Ce parti est

plus au goût idéologique de la chancelière, mais elle opère désormais avec une base politique beaucoup plus restreinte et doit être plus attentive que jamais à la situation dans son pays. À la satisfaction des conservateurs, Steinbrück a été remplacé par Wolfgang Schäuble aux Finances. Schäuble est un intégrationniste européen engagé de la génération d'Helmut Kohl dans les années 1980. En tant que conservateur chrétien du temps de la guerre froide, il a une vision stratégique ambitieuse pour l'UE en tant que défenseur de la civilisation occidentale à l'ère de la mondialisation[15]. Pour Schäuble, le Rechtsstaat, l'État de droit, est la clé de voûte de sa conception de l'Occident, et en tant que ministre des Finances, le frein à la dette inscrit dans la Constitution est sa principale préoccupation juridique. Le nouveau partenaire de coalition de la CDU, le FDP, est un parti favorable aux entreprises et aux allègements fiscaux, si bien que Schäuble a les mains liées sur le plan des recettes. Ce dont l'Allemagne et l'Europe ont besoin, c'est de discipline budgétaire. Si la Grèce ne pouvait pas suivre, Schäuble, depuis les années 1990, était un avocat déclaré du principe d'une Europe à plusieurs vitesses, où un noyau d'États donnaient le ton, et où les pays moins compétitifs et disciplinés fermaient la marche. Le 11 février 2010, le gouvernement Merkel choque les marchés en convenant avec ses partenaires de prendre des mesures d'urgence pour soutenir l'euro en tant que tel, mais en s'opposant à toute offre d'aide spécifique pour la Grèce. Comme l'a déclaré un responsable de l'UE à des journalistes, « l'Allemagne freine totalement l'aide financière. Pour des motifs juridiques, constitutionnels et de principe[16] ».

Le refus de Berlin de s'en tenir au scénario de sauvetage est inquiétant pour les Français et horrifiant pour les Grecs. Mais cela ne devrait pas être une surprise. L'article 125 du traité de Maastricht interdit les plans de sauvetage mutuels. Le traité de Lisbonne, entré en vigueur en décembre 2009, au moment où la crise grecque éclate, a renforcé la primauté de la responsabilité des États-nations. Il a également barré la route à la mutualisation

de la dette, ce qui aurait pu permettre à un consortium européen de répartir la charge du soutien à une partie du passif de la Grèce. Dans un jugement crucial sur le traité de Lisbonne, prononcé le 30 juin 2009, la cour constitutionnelle allemande a imposé un autre obstacle à la poursuite de l'intégration de l'UE[17]. Karlsruhe a insisté pour que le principe de la responsabilité démocratique soit rigoureusement mis à l'épreuve avant que de nouvelles compétences puissent être transférées à Bruxelles. Ce que Berlin accepte le 11 février 2010, c'est un soutien en dernier recours à l'euro en tant que tel. Ce que cela signifie pour une « pomme pourrie » comme la Grèce n'est pas clair. Athènes devrait certainement réduire ses déficits et entreprendre une réforme du marché du travail pour stimuler la croissance. Mais l'Allemagne n'est pas d'humeur à un renflouement. La grande majorité des hommes politiques, et l'opinion publique, semblent disposés à laisser les marchés se débrouiller avec la Grèce et ses créanciers. Si une réduction de la dette est nécessaire, soit. Si Athènes n'est pas en mesure de payer, une grande partie du spectre politique allemand est favorable à une restructuration de la dette aux dépens des banques[18]. Les sondages montrent que les deux tiers des gens qui soutiennent une aide à la Grèce exigent également que les banques contribuent au paquet[19]. Ces appels sont renforcés par des groupes de pression tels que la ligue des contribuables allemands qui réclament la participation du secteur privé[20]. C'est une approche sévère et à haut risque, qui plaît logiquement à l'opinion publique allemande, laquelle a tendance à blâmer les banques des « autres » et à sous-estimer l'exposition des institutions financières de son propre pays.

C'est le dilemme fondamental de la crise de la dette dans la zone euro. La Grèce avait besoin d'une annulation. Les Allemands ne s'y sont pas opposés, préférant une réduction des créances. Mais le gouvernement grec du PASOK n'a pas voulu payer le prix d'un problème dû en grande partie à son prédécesseur. Ce ne sont pas seulement les dettes de l'État qui

devraient être restructurées, mais aussi le système bancaire grec. Tout le tissu social et politique grec est en jeu. Les Français se sont opposés à une annulation et Paris a soutenu non seulement les autres pays débiteurs européens, mais également la BCE. La BCE est horrifiée à la perspective d'un défaut souverain dans l a zone euro. Qu'en est-il des risques de contagion ? Ce dont l a Grèce avait besoin, c'était assurément d'une bonne dose de discipline financière. C'était une solution populaire. L'austérité serait le médicament que l'on ferait avaler de force aux Grecs dans les années à venir. Mais l'ajustement budgétaire requis n'était pas réaliste et son impact sur l'économie grecque serait dévastateur. Comme la restructuration était finalement inévitable, la question aurait dû être de savoir comment la rendre sûre, comment créer un cadre dans lequel les dettes pourraient être amorties et des pertes infligées aux créanciers sans déclencher une panique générale. Or, le simple fait de le dire à voix haute risquait de provoquer une panique bancaire avant que le filet de sécurité ne soit prêt. En faisant comme si et en niant la nécessité d'une restructuration, il était difficile de développer un élan pour un effort européen collectif de renforcement des institutions. Et c'était possible sans l'Allemagne, qui, bien qu'elle n'ait pas hésité à restructurer la Grèce et ses créanciers, était tout sauf enthousiaste à l'idée de mettre en place les mécanismes nécessaires pour rendre la restructuration plus sûre.

La réticence allemande était à courte vue, mais compréhensible. Dès le printemps 2010, il est évident qu'une solution globale au problème de la crise de la dette souveraine nécessite (1) une recapitalisation agressive des banques européennes pour leur permettre de survivre aux pertes, un domaine où l'Europe est en retard sur les États-Unis dès 2009 ; (2) un fonds européen pour soutenir cette recapitalisation des banques, faute de quoi l'effort pourrait déstabiliser les finances fragiles des petits États, une proposition à laquelle Berlin a déjà mis son veto en octobre 2008 ; (3) la BCE devrait

stabiliser les marchés obligataires soit en fournissant des liquidités aux banques européennes, soit en effectuant des achats conformes aux programmes de la Fed, bien que la monétisation de la dette soit interdite par le traité de la BCE et l'opinion conservatrice allemande ; (4) un TARP européen, soutenu par les budgets des gouvernements nationaux pour acheter les dettes souveraines des États européens les plus faibles, proposition bloquée par l'interdiction de la mutualisation du traité de Lisbonne. C'est pour rendre tout cela moins inconcevable sur le plan politique qu'on en est revenu à la discipline financière (5). Les contribuables des pays solvables tels que les Pays-Bas et la Finlande, mais surtout l'Allemagne, doivent savoir que l'on n'est pas en train de profiter d'eux. Avant de pouvoir procéder à une mutualisation des dettes, il faudrait un accord sur les règles fiscales. La barre avait été fixée en mai 2009 par l'amendement constitutionnel sur le frein à l'endettement en Allemagne. Toute autre chose serait considérée comme un compromis par Berlin. C'est la résolution de ces problèmes interconnectés qui rendrait si douloureuse la voie vers l'endiguement, sans parler de la résolution de la crise de la dette grecque. Pendant ce temps, les marchés financiers suivaient l'évolution de la situation avec un mélange d'anxiété, d'impatience et d'intérêt pour les profits spéculatifs liés à l'incertitude.

II

L'étude d'une solution a commencé début 2010 au ministère des Finances de Schäuble. Apparemment, sans coordination préalable avec la chancellerie d'Angela Merkel, Schäuble a proposé que l'UE établisse un Fonds monétaire européen (FME), capable de mener au sein de la zone euro le rôle de restructuration, de stabilisation et discipline que le FMI jouait sur la scène mondiale[21]. Thomas Mayer, économiste en chef de la Deutsche Bank, a proposé une version du FME pour financer les dettes jusqu'à concurrence de 60 % du PIB d'un pays. Au-delà de ce niveau, les dettes seraient restructurées, les détenteurs d'obligations prenant une décote proportionnelle et uniforme[22].

C'est une proposition étonnamment ambitieuse qui reflète les engagements européens fédéralistes profondément ancrés de Schäuble. Il souhaite utiliser la crise pour faire avancer l'agenda de l'intégration européenne inachevé à Maastricht en 1992. Si Berlin avait pesé de tout son poids en faveur d'un FME et si son budget avait été fixé à une dimension appropriée – on parle là de centaines de milliards d'euros – la crise aurait pu prendre un autre cap. Si Berlin avait relevé le défi, on voit mal comment les autres gouvernements de la zone euro auraient pu résister. Du reste, ils accepteraient avidement quelque chose d'assez semblable en 2012. Mais l'Allemagne a laissé passer cette chance de prendre la direction de la gestion de la crise. Au printemps 2010, le plan de Schäuble est torpillé, par son propre camp[23]. La chancelière Merkel n'est pas une fédéraliste européenne. Elle n'a aucune envie de renégocier les termes du traité de Lisbonne pour lequel elle s'était battue si vigoureusement et qui venait tout juste d'entrer en vigueur. Elle n'a pas l'intention de doter Bruxelles de son propre fonds monétaire. Elle est bien trop sceptique quant à la capacité de l'Europe à l'autodiscipline et elle a en tête l'arrêt sur Lisbonne de la Cour constitutionnelle allemande. Elle a compris que des mesures radicales sont nécessaires, mais sa proposition, plutôt que de créer un FME,

revient simplement à impliquer le FMI dans la discipline de la zone euro.

Obliger la Grèce à se rendre au FMI est une idée qui plaît aux conservateurs allemands[24]. Le Fonds, avec son ambitieux directeur général français, Dominique Strauss-Kahn, souhaite être impliqué. Mais il y a aussi des hésitations. Le FMI a déjà investi des dizaines de milliards d'euros en Europe de l'Est. La zone euro en engloutirait encore plus. En cette nouvelle ère de la mondialisation, un engagement profond en Europe était-il été la bonne orientation pour le FMI ? Et en traitant avec des pays européens bénéficiant d'une forte représentation au sein du conseil d'administration du Fonds, les économistes de ce dernier pourraient-ils être certains que leur expertise prévaudrait ? Plus précisément, les Européens prendraient-ils en compte les conseils du FMI sur la question de la restructuration ? Ont-ils même compris la politique que le FMI est tenu de suivre ? À la suite de son expérience catastrophique de la crise financière en Argentine en 2001, le FMI a établi de nouvelles règles[25]. Le Fonds ne prêterait qu'aux emprunteurs solvables, faute de quoi il devrait y avoir une restructuration. Et s'il prêtait, il insisterait pour prêter tôt, avant que la panique ne se répande. Étant donné l'ampleur de la puissance de feu spéculative qui pouvait être mobilisée sur les marchés financiers, il risquait d'être aussi coûteux qu'inefficace de prêter une fois la panique lancée. Compte tenu de l'ampleur de la crise grecque au cours des premiers mois de 2010, on pouvait difficilement prétendre qu'elle répondait à l'un de ces critères.

Là encore, on peut entrevoir la possibilité d'une autre voie : Berlin aurait-il pu soutenir une demande du FMI en faveur d'une restructuration grecque immédiate ? Certes, la propre analyse rétrospective du Fonds suggère que cela aurait été la meilleure solution[26]. Mais le veto de Merkel à l'idée du Fonds monétaire européen laisse entrevoir le principal obstacle à une telle stratégie. Elle n'était pas disposée à envisager les mesures d'accompagnement supplémentaires nécessaires

pour assurer la sécurité d'une restructuration. Et la proposition d'impliquer le FMI a rallié le reste de l'Europe contre elle. En effet, le propre ministre des Finances de Merkel, Schäuble, a fait savoir qu'il considérerait l'implication du FMI comme une « humiliation » pour l'Europe[27]. Pour Sarkozy, il est impensable que le FMI soit impliqué : « Oubliez le FMI. Le FMI n'est pas pour l'Europe. C'est pour l'Afrique, c'est pour le Burkina Faso ! » déclare-t-il au gouvernement grec au début du mois de mars[28]. Il est déjà assez regrettable que les obligations hypothécaires américaines aient déclenché la crise bancaire. Pour Trichet, il est tout simplement impensable que la signature souveraine de la dette publique de la zone euro ne soit pas pleinement honorée. Et impliquer le FMI dans les affaires intérieures de l'Europe, c'était jeter de l'huile sur le feu. Trichet a objecté non que le FMI était pour l'Afrique, mais qu'il était « américain[29] ».

Trichet avait des raisons de s'inquiéter du monde extérieur, car pour ce qui était de la zone euro, c'est vers la BCE que tous les regards se sont tournés. Si la BCE était une banque centrale, à l'instar de la Fed ou de la Banque d'Angleterre, il ne devait pas y avoir de crise de la dette souveraine. La Grèce n'avait pas emprunté en dollars. Elle avait emprunté en euros et avait délégué le pouvoir souverain d'imprimer sa propre monnaie à la BCE. Son destin et celui de tout le reste de la zone euro se trouvaient entre les mains de Trichet. Tout ce que la BCE doit faire pour mettre un terme à la montée déstabilisante des taux d'intérêt grecs, c'est ce que font les banques centrales du monde entier : acheter des obligations souveraines. Bien entendu, l'achat d'obligations n'est pas une solution à long terme. La Grèce a besoin de restructuration, de discipline budgétaire et de croissance économique. La stabilité financière d'un vaste espace économique est en jeu. La dette publique grecque représente une infime partie du système financier européen. Les traités qui ont fondé la BCE ont limité son droit d'acheter de la dette grecque nouvellement émise. Mais elle pourrait acheter

des obligations en circulation dans le cadre d'un effort de stabilisation du marché. Si la BCE n'est pas intervenue, ce n'est pas une question d'économie, mais de politique. Au cours de l'hiver 2009-2010, les banquiers centraux de l'Europe semblent déterminés à adopter une position rigoureuse. Plutôt que de poursuivre la généreuse provision de liquidités offerte en 2009, la BCE a permis l'expiration du régime LTRO[30]. Puis, en avril 2010, elle commence à discuter d'un nouveau régime selon lequel elle appliquerait des décotes progressives aux obligations souveraines, réduisant leur attrait pour les banques[31]. Trichet s'est engagé dans un pari à haut risque qui consiste à substituer la pression sur les marchés obligataires aux structures fédérales de gouvernance fiscale et économique qui font défaut à la zone euro. Sous la supervision de la BCE, la hausse des taux obligataires obligerait les Grecs à faire preuve de sérieux en matière de discipline budgétaire et de réforme économique. En adoptant cette ligne, Trichet ne répond pas seulement à son propre agenda. Il est également en train d'apaiser la Bundesbank et son patron, faucon et monétariste, le professeur Axel Weber. Tout type d'achat d'obligations par la BCE est considéré en Allemagne comme une menace inflationniste. De plus, et de manière plus pertinente, elles sont considérées comme une forme de mutualisation furtive de la dette. Au moyen du bilan de la BCE, les contribuables allemands finiraient par se retrouver créanciers du reste de la zone euro[32]. Évidemment, tous les autres actionnaires de la BCE le seraient aussi. Mais c'est la part de l'Allemagne qui inquiète les eurosceptiques allemands.

Au cours des premiers mois de 2010, les discussions n'avancent plus. La pression des marchés sur la Grèce s'est intensifiée. Les investisseurs étrangers se débarrassent de la dette grecque qu'ils peuvent vendre. Pour les conservateurs européens, c'est peut-être un moyen légitime d'imposer une discipline, mais pour les investisseurs, l'absence de résolution est inquiétante. Qui serait le prochain ? L'Irlande ? L'Italie ? Pour le gouvernement grec, c'est franchement terrifiant. Le 19 mai 2010, Athènes doit

effectuer des paiements de 8,9 milliards d'euros. On voit mal où les Grecs sont censés trouver l'argent. Cherchant désespérément une issue, le gouvernement du PASOK réclame de l'aide outre-Atlantique.

Au printemps 2010, les visiteurs européens porteurs de mauvaises nouvelles ne sont pas les bienvenus à la Maison-Blanche. Le gouvernement Obama a suivi de près la crise de la dette grecque et a appelé les Européens à agir rapidement[33]. Mais il est lui-même embourbé dans la politique intérieure. À cause de leur échec lors des élections dans le Massachusetts en janvier, après la mort de Teddy Kennedy, les démocrates ont perdu leur majorité au Sénat. L'adoption d'une réforme des soins de santé s'est muée en une guerre d'usure exténuante. Dodd-Frank semble bloqué. La dernière chose dont le Trésor et la Fed ont besoin, c'est une nouvelle crise. Or, au printemps 2010, il est clair que l'incapacité des Européens à gérer la Grèce menace précisément d'en déclencher une.

Soixante-trois ans plus tôt, une crise politique en Grèce avait déjà déclenché une transformation de la politique américaine. Le 12 mars 1947, après que les Britanniques s'étaient déclarés incapables de vaincre l'insurrection communiste pendant la guerre civile grecque, le président Truman avait proclamé la doctrine de l'endiguement, l'un des premiers pas vers la guerre froide. Cet été-là, le secrétaire d'État de Truman, le général George Marshall, soutint l'endiguement avec sa promesse légendaire d'aide économique pour l'Europe. En 2010, il n'y a pas d'antagoniste comme l'Union soviétique pour forcer la main au gouvernement Obama. Ce qui fait de la Grèce le problème de l'Amérique, ce n'est pas un choc idéologique planétaire, mais l'argent qui circule dans le système de la finance transatlantique. Les fonds communs de placement américains ont des centaines de milliards de dollars en jeu dans les banques européennes, surtout les banques françaises. Ce sont ces mêmes banques qui se retrouvent exposées en Grèce. Et les succursales américaines de ces mêmes banques européennes sont également des prêteurs

importants pour les ménages et les entreprises des États-Unis. Toute crise financière de la zone euro se répercuterait sur l'Amérique.

Le 9 mars 2010, un mois après que l'Allemagne a bloqué la campagne pour un sauvetage rapide de la Grèce, le président Obama et ses principaux conseillers économiques, Larry Summers et Tim Geithner, prennent le temps de rencontrer le Premier ministre grec et sa délégation. Le message d'Obama est encourageant. Washington voterait avec sa contribution de 17 % en faveur d'une aide du FMI et userait de son influence auprès de Merkel pour obtenir le soutien de l'UE [34]. L'opposition de la France et de la BCE à l'implication du FMI serait contournée. Mais la Maison-Blanche insiste sur un point. On ne peut parler de restructuration de la dette. « Nous ne pouvons pas nous retrouver avec un nouveau Lehman », souligne Obama. La question de savoir si les dettes de la Grèce sont viables n'est pas le souci de l'Amérique. La priorité de Washington est de contenir la contagion financière. La restructuration ne pouvait être envisagée tant que les Européens n'auraient pas trouvé un moyen de stabiliser les marchés obligataires et étaient prêts à imposer la recapitalisation en gros des banques européennes. Or, face à l'impasse franco-allemande, aucun accord de ce type ne semblait probable.

C'est à partir de ce champ de forces entre intérêts divergents que la première itération du « faire comme si » est apparue. L'Europe est entrée dans un régime d'urgence défini non par un seul auteur souverain, mais en l'absence d'une telle autorité [35]. Lors d'un sommet de l'UE le 25 mars 2010, passant outre les objections des Français et de la BCE, et soutenue par Washington, Merkel impose l'implication du FMI [36]. Ce serait une action conjointe UE-FMI, comme dans les pays Baltes l'année précédente. Mais cette fois, la BCE serait pleinement engagée. Un comité rassemblant l'UE, la BCE et le FMI constituerait la troïka, bientôt de triste réputation, pour dicter sa politique à la Grèce et aux autres « pays du programme ». Toute

restructuration est exclue. Sur ce sujet, Washington a pris le parti des Français et de la BCE. La dette grecque existante serait remboursée par de nouveaux prêts de la troïka, que le résultat soit durable ou non. Le FMI devra adapter ses procédures opérationnelles à la situation. Pour satisfaire Merkel, qui défend les règles de Lisbonne, la composante « européenne » ne serait pas constituée de mesures prises collectivement par les institutions centrales à Bruxelles ou financées conjointement par les États membres. Cela exigerait un changement de traité et pourrait violer la ligne tracée par la Cour constitutionnelle allemande. Au lieu de cela, il s'agirait de crédits nationaux individuels accordés à Athènes sur une base bilatérale et volontaire coordonnée par le biais de l'Eurogroupe, la réunion, puissante mais informelle, des ministres des Finances de la zone euro. Pour éviter la création d'un plan de sauvetage – interdit par Maastricht –, les prêts ne seraient pas accordés à des conditions favorables. Les taux d'intérêt seraient rigoureux et il y aurait des frais de traitement pour indemniser les prêteurs. Enfin, et surtout, le soutien ne serait pas fourni de manière préventive pour empêcher une perte de confiance des marchés. Il ne serait proposé que sous la forme d'un dernier recours, si et quand la Grèce perdrait son accès aux marchés. La Grèce, par le biais de l'austérité, devrait repousser ce moment le plus longtemps possible.

Pour les Grecs de la rue, cela a signifié des réductions de salaire dans le secteur public. Les contrats à durée déterminée ne sont pas renouvelés. L'interdiction sur les licenciements du secteur privé est levée. L'âge de la retraite est augmenté. La TVA et les autres taxes à la consommation subissent une hausse. Une économie déjà sous pression se voit soumise à une compression supplémentaire. Une population qui a déjà l'un des niveaux de vie les plus faibles d'Europe se retrouve entraînée encore plus bas. Les syndicats grecs se mobilisent et déclenchent de violentes manifestations. Mais cela suffit au moins à satisfaire les marchés obligataires. Dans les derniers jours

de mars 2010, Athènes peut émettre une dernière tranche de dette à long terme : 5 milliards d'euros sur sept ans à un peu moins de 6 %. Sans surprise, les investisseurs réagissent mollement[37]. L'Europe prépare un filet de sécurité. La seule question est de savoir quand la Grèce va passer par-dessus bord.

III

Le 30 mars, les marchés sont ébranlés par une nouvelle venue non de Grèce mais d'Irlande. La facture pour la recapitalisation des banques en faillite de l'Irlande est en hausse. Rien que pour Anglo Irish Bank, le budget de Dublin est désormais de 34 milliards d'euros, soit plus que les recettes fiscales irlandaises en 2010. Bientôt, le déficit de l'Irlande sera pire que celui de la Grèce[38]. En Grèce, le mécanisme a fonctionné dans l'autre sens. Les déposants des banques grecques, avertis, sont conscients que leurs économies sont investies dans les obligations d'État qu'Athènes a du mal à desservir. Au début de 2010, 14 milliards d'euros ont été retirés des banques grecques et déplacé ailleurs dans la zone euro. Les premiers à déménager sont les oligarques qui passent par Chypre, mais ils sont rapidement suivis par les déposants de la classe moyenne, qui retirent quelques milliers d'euros à la fois[39]. Privées de sources de financement, les banques grecques se tournent vers la banque centrale grecque, branche locale de la BCE, où Trichet a continué à leur permettre de rembourser les obligations d'État grecques dégradées. C'est véritablement un système de survie et il a donné à la banque centrale la haute main non seulement sur le gouvernement grec, mais aussi sur la société grecque et sur l'économie en général. Sans l'approbation de Francfort, il n'y aurait pas d'argent dans les distributeurs automatiques, mais il n'y aurait pas non plus de restructuration de la dette insoutenable de la Grèce.

En avril, alors que la troïka se demande qui apportera quoi, et quelle sera l'ampleur du plan de sauvetage de la Grèce, le temps commence à manquer[40]. À cause d'une rétrogradation de la part de l'agence de notation Fitch, le rendement des obligations grecques grimpe à 7,4 %. Le matin du 22 avril, Eurostat annonce que son estimation du déficit grec en 2009 a maintenant atteint 13,6 % du PIB. Celui de l'Irlande est encore plus élevé, à 14,3 %. Les spreads sur les obligations grecques ont grimpé à 600 points de base, portant le taux d'emprunt à 9 %, fermant ainsi le marché

à la Grèce. Le moment du dernier recours est venu. Sous l'impulsion de Schäuble et de Geithner, le gouvernement grec a déclenché le mécanisme d'urgence. La Grèce a besoin de beaucoup d'argent et il n'y a pas de temps à perdre.

C'est une coïncidence, mais elle est symbolique. Dans la soirée du 22 avril, quelques heures après que la publication d'Eurostat a secoué les marchés, l'élite financière mondiale se retrouve à Washington pour la réunion de printemps du FMI. L'événement a lieu à l'ambassade du Canada et il est temps de se parler franchement. La crise a dépassé le cadre de l'arène européenne. La zone euro constitue désormais une menace pour la stabilité financière mondiale. Depuis mars, la Chine réclame des mesures pour défendre la valeur des investissements mondiaux dans des actifs libellés en euros[41]. Comme l'a rappelé Alistair Darling, le chancelier de l'Échiquier britannique, l'heure est à l'urgence : « On ne saurait trop souligner le fait que l'Amérique, avec une incrédulité et une anxiété croissantes, constate l'incapacité de l'Europe à agir. [...] Le message est le suivant : "Mais pourquoi ne bougez-vous pas ? Vous savez qu'il faut faire quelque chose[42]." » Comme le dit le *Financial Times,* l'incapacité de la zone euro à rétablir la stabilité à ses propres conditions signifie que, en avril 2010, le « sauvetage » de l'euro, « expression ultime de l'intégration européenne, dépend d'étrangers dans les institutions internationales et au gouvernement américain ».

Mais aucun accord n'a émergé de Washington. La troïka commence seulement à négocier avec Athènes sur les conditions d'un prêt de sauvetage. Les marchés sont dans l'expectative. Le 28 avril 2010, ils s'effondrent. La version officielle du ministère des Finances allemand est, comme on peut l'imaginer, des plus sobres. Voici comment on y décrit les événements survenus sur les marchés monétaires souverains et interbancaires en Europe ce jour-là :

« La crise devient dramatique. Les primes de risque des obligations d'État dans certains États membres de la zone euro tels que le Portugal, l'Irlande et l'Espagne augmentent

rapidement et atteignent des niveaux équivalant à ce qui a empêché la Grèce d'accéder aux marchés financiers en avril. En écho aux dernières phases dramatiques de la crise financière [de 2008], il n'y a pratiquement pas de prêts interbancaires entre banques européennes. En très peu de temps, on perçoit partout les signes d'une crise systémique grave sur le point de se produire[43]. »

Ce que masque ce récit officiel, c'est le rôle de Berlin dans le déclenchement de la « crise systémique grave ». En Allemagne, à la veille d'élections régionales cruciales début mai, l'agitation publique contre l'aide à la Grèce est devenue féroce. Le FDP, partenaire de coalition de Merkel, qui a vu sa popularité chuter parmi ses partisans nationalistes libéraux, a joué la carte anti-grecque sans retenue, réduisant la marge de manœuvre de la chancelière. Pour rappeler à Merkel les enjeux mondiaux de la crise, Dominique Strauss-Kahn et Jean-Claude Trichet se sont tous deux envolés pour Berlin le 28 avril[44]. Mais en dépit de la panique croissante, Berlin ne dévie en rien de la position minimaliste qui est la sienne depuis le 25 mars. Merkel a attisé les spéculations en rappelant à la presse que l'admission de la Grèce dans l'euro avait été une erreur et que la contribution de l'Allemagne à l'effort de secours serait une décision volontaire dont les conditions seraient fixées à Berlin[45]. Ce n'est pas le genre de discours susceptible de calmer les marchés. Les spreads grecs ont grimpé à 1 000 points de base et à la fin de la journée, Washington était suffisamment inquiet pour qu'Obama lance un appel personnel à la chancellerie[46]. Le téléphone de Merkel n'est d'ailleurs pas le seul à sonner en Europe. Les journaux de Geithner et de son équipe rappellent les contacts presque quotidiens entre Washington et Berlin, Francfort et Paris[47]. Dans le monde entier, les gouvernements pressent l'UE d'agir.

Enfin, dans les premiers jours de mai, l'accord est conclu. La Grèce s'entend avec la troïka non seulement pour réduire son déficit, mais pour viser un excédent. Athènes promet de réaliser un redressement de son solde budgétaire de 18 % du PIB,

un volume époustouflant[48]. Rien qu'en 2010, la réduction de son déficit serait de 7,5 % du PIB. Tous les domaines de la vie publique grecque seraient touchés, des contractants chargés du ménage dans les ministères à la privatisation des biens publics. Tout est à saisir. En échange, la Grèce bénéficierait d'un plan de sauvetage bien plus important que prévu : 110 milliards d'euros, dont 80 milliards provenant de l'UE et 30 milliards du FMI, payables en versements trimestriels sur trois ans. Les taux sont rudes et il est clair que leur remboursement provoquera un choc en 2013. Mais c'était ce que les pays prêteurs avaient de mieux à offrir. Merkel promet un vote de confirmation au Bundestag le 7 mai. La question est de savoir si les marchés donneraient autant de temps à l'Europe.

Merkel présente le plan de sauvetage au Bundestag le mercredi 5 mai. C'est, selon elle, « *alternativlos* » – sans alternative[49]. La reformulation par Merkel de la célèbre phrase de Margaret Thatcher – *There is no alternative*, « il n'y a pas d'alternative » (TINA) – resterait dans les mémoires. Par ailleurs, le même jour, la Grèce est frappée par une grève générale qui mobilise les deux principales branches du mouvement syndical grec et paralyse les transports et les services publics. À Athènes, les manifestants affrontent la police antiémeute. Alors que les parlementaires débattent du programme d'austérité en commission, un cocktail Molotov entre par la fenêtre d'une succursale de la banque Marfin, mettant le feu au bâtiment et tuant trois membres du personnel. Karolos Papoulias, le président grisonnant de la République hellénique, ancien combattant de la résistance grecque durant la Seconde Guerre mondiale, déclare : « Notre pays est bord du gouffre[50]. » Le 6 mai, le parlement grec se réunit pour faire passer le programme d'austérité le plus draconien jamais proposé à une démocratie moderne. Ce matin-là, le conseil d'administration de la BCE se retrouve à Lisbonne et les journalistes transmettent par courrier électronique l'information que l'impérieux Jean-Claude Trichet a même refusé

de discuter de la possibilité d'intervenir pour acheter des obligations grecques. Plus tôt dans la semaine, à la suite du nouveau programme budgétaire, la BCE avait accepté avec réticence de continuer à rembourser la dette grecque, mais c'était aller trop loin qu'acheter activement des obligations[51]. Ce n'était pas ce que les marchés avaient besoin d'entendre.

Lorsque les bourses américaines ouvrent – dans l'après-midi pour l'Europe –, les cours plongent. À 13 heures, le marché est en baisse de 4 %. La BCE se refusant à soutenir la Grèce, on assiste à d'intenses transactions autour des contrats d'échange sur défaut de crédit sur la dette publique grecque. En un seul jour, l'indice de volatilité (VIX), mesure de l'incertitude du marché, bondit de 31,7 %. L'euro chute de 2,5 centimes en début d'après-midi[52]. Ce qui se passe entre les terminaux des deux côtés de l'Atlantique cet après-midi-là deviendra plus tard un sujet de controverse dans les salles d'audience américaines. Mais à 14 heures 32, le marché connaît un soubresaut[53]. Une demi-heure plus tard, à 15 heures 05, les principales places boursières américaines ont cédé 6 % de leur valeur, effaçant ainsi 1 000 milliards de dollars des portefeuilles. Alors que les traders paniqués fuient vers la qualité, la demande en bons du Trésor américain monte en flèche, entraînant une baisse des rendements de 3,6 % à 3,25 % en quelques minutes.

Grâce au décalage horaire transatlantique, les BlackBerry du conseil d'administration de la BCE sont informés de ce « crash express » alors qu'ils se réunissent pour dîner à Lisbonne. Dix-huit mois après la crise de Lehman, il semble que le retard pris pour renflouer la Grèce soit sur le point de provoquer une deuxième catastrophe financière. Même le chef de la Bundesbank, Axel Weber, déclare que la BCE ne peut pas maintenir la ligne dure adoptée par Trichet le matin même. « La BCE doit acheter des obligations d'État », affirme-t-il à la table des négociations[54]. Pour l'équipe conservatrice à la tête de la BCE, le moment est dramatique. Ils ont compris qu'ils doivent agir. Le monde les regarde. Athènes est littéralement

la proie des flammes. Bientôt, ce pourrait être le tour de Rome. Mais la BCE ne veut pas être le seul acheteur sur le marché. Elle est déterminée à ne pas laisser les gouvernements européens s'en tirer. Elle souhaite que l'austérité soit l'affaire de tous. En outre, bien que la BCE puisse acheter des obligations pour fournir un soutien temporaire, il lui faudra au plus tôt un fonds géant soutenu par l'État pour donner confiance aux marchés obligataires. Rendre les gouvernements et les contribuables européens responsables des dettes des uns et des autres engendrerait un enchevêtrement politique cauchemardesque, mais rétablirait au moins la ligne de démarcation nette entre politique budgétaire et politique monétaire sur laquelle la BCE a fondé son précieux droit à l'indépendance.

Le lendemain, 7 mai 2010, le Conseil européen se réunit dans une atmosphère apocalyptique. Le commissaire Rehn et le président Trichet adressent des avertissements vibrants. « C'est l'Europe. C'est mondial. C'est une situation qui se détériore avec une rapidité et une intensité extrêmes », clame Trichet. Comme le rapporte le *Financial Times,* c'est un choc pour le Conseil européen, parfois un peu replié sur lui-même : « Les dirigeants des petits pays de la zone euro qui ne sont pas complètement connectés aux marchés financiers mondiaux n'avaient jusqu'à présent pas apprécié la gravité de la crise. Mais même des responsables plus expérimentés ont eu l'air stupéfaits. » « Sous le choc, [Nicolas] Sarkozy était blanc, a indiqué un ambassadeur. Je ne l'ai jamais vu aussi pâle[55]. » Mais malgré l'ambiance de crise et malgré l'accord sur la Grèce, ils ne parviennent pas à s'entendre sur la création d'un cadre de sécurité générale pour l'ensemble de la zone euro. Sarkozy pointe l a BCE du doigt. Comment la banque centrale de l'Europe pouvait-elle rester sans rien faire alors que le crédit des gouvernements européens était dilapidé ? Pourquoi la BCE n'agissait-elle pas comme la Fed ou la Banque d'Angleterre ? « Sarkozy criait : "Allez, allez, arrêtez d'hésiter !" », se souvient un responsable politique de l'UE. Sarkozy est soutenu par

l'Italien Silvio Berlusconi et le Portugais José Socrates, qui ont tous deux des raisons de craindre une crise générale de la dette souveraine. Mais Merkel, les Hollandais et les Finlandais rechignent tous. La BCE est indépendante. Elle doit être libre d'agir à sa guise. Le vendredi 7 mai se conclut sans accord. Mais après les événements de Wall Street, il est clair qu'il va falloir se montrer ambitieux avant la reprise des échanges en Asie le lundi 10 mai. Les Européens vont devoir passer du plan de sauvetage national pour la Grèce à un soutien financier plus exhaustif pour toute leur zone monétaire. Ils ne peuvent pas espérer gérer leurs problèmes État par État dans le cadre d'accords bilatéraux avec le FMI. Alors que quelques semaines auparavant, ils hésitaient encore à trouver quelques dizaines de milliards d'euros, ils vont devoir envisager un volume beaucoup plus important.

Sous la formidable pression des gouvernements du monde entier, les dirigeants européens se réunissent dans l'après-midi du dimanche 9 mai[56]. Obama a téléphoné à Merkel et à tous les autres leaders européens. Ben Bernanke a convoqué une conférence téléphonique impromptue du FOMC pour approuver le renouvellement des lignes de *swap* à la BCE, à la Banque d'Angleterre, à la Banque nationale suisse et à la Banque du Canada[57]. De même, le G7 a convoqué une conférence téléphonique des ministres des Finances européens. Le Japon, le Canada et les États-Unis sont sur les rangs. À ce moment crucial, Schäuble est hospitalisé suite à une réaction allergique à un médicament. L'Espagne a donc pris la présidence, et la ministre française des Finances, Christine Lagarde, s'est retrouvée à jouer l'agent de liaison entre les deux groupes. Parlant dans deux téléphones à la fois, elle entend l'UE à 27 dans une oreille et le G7 dans l'autre. L'ampleur du plan de sauvetage convenu est énorme : 60 milliards d'euros viennent des fonds de la Commission européenne, 440 milliards de dollars des gouvernements européens. Dominique Strauss-Kahn propose d'utiliser les ressources du FMI pour soutenir le fonds au même taux que celui utilisé en Lettonie l'été précédent. Mais alors que

la petite Lettonie n'avait besoin que de quelques milliards d'euros, le FMI promet maintenant 250 milliards. C'est de loin la plus grande participation jamais endossée par le FMI dans un programme. Le millier de milliards de dollars promis au FMI lors du G20 de Londres, censé marquer l'avènement d'une nouvelle ère de lutte planétaire contre les incendies financiers, serait déployé pour sauver l'Europe. Les chiffres sont impressionnants, mais la question primordiale est de savoir comment le fonds de sauvetage serait constitué et financé. S'agissait-il d'un premier pas vers la mutualisation des dettes souveraines, et donc une avancée radicale au-delà du cadre de Lisbonne ? Berlin n'allait rien accepter de tel[58]. L'ensemble de l'accord est resté en suspens jusqu'à ce qu'un participant hollandais expert dans le domaine des services bancaires parallèles suggère que le Fonds européen de stabilité financière (FESF) soit incorporé en tant que véhicule privé spécialisé enregistré à Luxembourg, paradis fiscal. Les gouvernements de la zone euro contribueraient au capital pays par pays sans assumer aucun engagement intergouvernemental « européen » global.

Même sous cette forme improvisée, il faudrait des mois pour que le FESF se mette en place. Ce qui est nécessaire, lors de la reprise des échanges, le lundi matin suivant, c'est un soutien immédiat aux marchés obligataires européens. Cela ne peut venir que de la BCE. L'accord sur le FESF a satisfait Trichet. Les gouvernements montrent qu'ils sont enfin sérieux. Reste à savoir s'il va pouvoir convaincre le conseil d'administration de la BCE, et plus précisément se concilier la Bundesbank. Après s'être fait à l'idée d'un achat obligataire, en pleine panique, le 6 mai, Axel Weber a depuis changé d'avis. Il ne veut pas risquer de se mettre à dos l'opinion publique allemande et son collègue allemand au conseil de la BCE, l'économiste en chef Jürgen Stark. De retour à Francfort, Weber se rétracte. Néanmoins, le dimanche 9 mai, Trichet met la proposition aux voix et obtient l'approbation de la majorité. Il attend ensuite jusqu'au petit

matin du 10 mai pour faire une annonce publique, quand les gouvernements européens sont enfin prêts à présenter leur fonds de sauvetage hétéroclite[59]. La BCE ne serait pas la première à bouger.

Au cours des jours qui suivent, les marchés se calment. En dépit de l'opposition de l'Allemagne, la promesse d'achat de la BCE a été utile. On se précipite moins pour vendre quand on sait qu'il y a un acheteur en dernier recours. Mais pour que cet engagement soit gérable pour la BCE, l'accord comporte une autre facette de l'accord qui n'est pas rendue publique. Même s'il n'y a pas eu de restructuration immédiate de la dette grecque, les banques ne devraient pas être autorisées à se décharger de la totalité de leurs créances en difficulté. L'achat d'obligations par la BCE, Merkel et Schäuble ont particulièrement insisté à ce propos, est lié au fait que tous les ministères des Finances de la zone euro feraient pression sur leurs principales banques pour qu'elles s'abstiennent de vendre leurs avoirs en obligations grecques et autres. Le marché n'a jamais été conclu. En Allemagne, la Deutsche Bank prend la tête d'un groupe qui accepte de conserver la dette pendant trois ans[60]. Mais de nombreuses petites banques s'y refusent. Et rapidement, la rumeur s'est répandue que, sur les 25 milliards d'euros d'obligations achetées par la BCE, la grande majorité venait de France.

Le FMI appose son sceau sur l'accord lors d'une réunion de son conseil le dimanche 9 mai 2010. Strauss-Kahn se trouvant sur le terrain en Europe, la présidence à Washington est assurée par John Lipsky, nommé par Bush et qui a jonglé entre un poste au FMI et un autre chez J.P. Morgan. Autour de la table au siège du FMI, personne n'est satisfait de la situation[61]. C'est un énorme engagement. Il est profondément troublant de constater qu'il est entrepris pour gérer une crise en Grèce, pays européen relativement riche, à la demande de l'UE. Les Grecs vont toucher beaucoup plus que leur quota, l'apport en capital qui limite normalement le droit à l'emprunt d'un pays auprès du FMI.

Le Fonds est tenu de partager le contrôle du programme avec les autres membres de la troïka, et ses propres experts sont loin d'être convaincus que les dettes de la Grèce sont viables. Comme ils l'expriment, non sans réserve : il est indéniable que « des incertitudes significatives autour du programme » font qu'il est « difficile d'affirmer catégoriquement » que la Grèce sera capable de rembourser ses dettes. Ce qui aurait normalement valeur d'avertissement sévère. Qui, après tout, aurait intérêt à ce que la Grèce contracte de nouveaux prêts auprès de prêteurs officiels pour rembourser les dettes privées existantes qu'elle ne pourrait pas couvrir ? Le membre brésilien du conseil d'administration insiste pour que le programme ne soit pas qualifié de « sauvetage de la Grèce, qui devra se plier à un ajustement désastreux, mais un renflouement des détenteurs de dettes privées de la Grèce, principalement des institutions financières européennes[62] ».

Il est difficile de dire plus clairement que l'on est là face à une substitution par « amorçage et ferrage », qui veut qu'un problème de crédit bancaire excessif se transforme en crise d'emprunt public[63]. Mais cette substitution résulte moins d'un tour de passe-passe idéologique habile que d'un compromis autour d'un plus petit dénominateur commun entre les principaux acteurs de la tragédie de dette grecque : l'Allemagne, la France, la BCE, le FMI et le gouvernement Obama. Au FMI, personne ne se fait d'illusion quant aux compromis qu'ils ont conclus. Le 9 mai, dans la salle de réunion du conseil d'administration du FMI, l'humeur est si négative que Lipsky juge nécessaire de défendre une autre solution. Lipsky suit fidèlement la ligne de la Maison-Blanche. C'est un adepte de la logique de force maximale de Geithner[64]. De fait, il aimait mettre ses collègues cosmopolites du FMI dans l'embarras en appelant le Fonds à adopter non pas la doctrine Powell, mais celle de la « stupeur et de la catatonie », nom donné par l'armée américaine à sa campagne aérienne dévastatrice sur Bagdad en 2003[65]. Lors de la réunion cruciale de Washington, le 9 mai,

Lipsky admet les préoccupations et les critiques de ses collègues, mais se dit « un peu ennuyé par la suggestion selon laquelle le programme du Fonds devrait nécessairement impliquer une restructuration de la dette, voire un défaut ». La restructuration « aurait eu des conséquences immédiates et désastreuses pour le système bancaire grec, sans parler des retombées plus générales ». C'est en fin de compte ce qui a été décisif.

Le conseil d'administration du FMI a approuvé le plan de sauvetage grec, disproportionné et risqué, non parce qu'il était sensé ou bon pour la Grèce, mais parce qu'à ce jour, l'incapacité de l'Europe à contenir la crise grecque signifiait qu'il y avait un « grand risque de retombées systémiques internationales[66] ». Au lieu de restructurer les dettes non viables de la Grèce, on restructurerait l'ensemble de son secteur public et son économie en crise. Le FMI a donné une conscience au programme grec en évoquant de glorieuses hypothèses sur la réduction des coûts et les gains d'efficacité. Peut-être que si elle était suffisamment reprise en main, la Grèce « sclérotique » et « clientéliste » pourrait être place sur une trajectoire de croissance plus élevée qui rendrait quand même ses dettes viables. L'austérité et la « réforme » étaient les seuls points à l'ordre du jour sur lesquels les parties de l'accord, par ailleurs divisées, ont pu s'entendre. Quant à savoir si c'était économiquement efficace ou politiquement durable, et ce que cela signifierait pour la politique démocratique de l'Europe, c'était une autre histoire.

Chapitre 15
À L'ÈRE DE LA DETTE

« **Eh bien, mon message, Glenn**, c'est que les PI[I]GS, c'est nous. [...] [Nous] pourrions très vite nous retrouver dans une situation similaire à celle de la Grèce[1]. » Ce sont les mots de l'historien Niall Ferguson, alors à Harvard, dans l'émission de Glenn Beck du 11 février 2010 sur Fox News. Le « nous » évoqué par Ferguson, ce sont les citoyens et les contribuables des États-Unis. Les PIIGS étaient les pays à problème de la zone euro – le Portugal, l'Irlande, l'Italie, la Grèce et l'Espagne. Beck et ses invités régalent alors leur public de scènes de désordre, de grèves, d'émeutes dans les rues, de voitures en feu. Comme la Grèce l'a démontré, une fois que les marchés ont perdu confiance, il n'existe pas de solution facile. Ferguson l'a exprimé en des termes dramatiques : « Vous devez soit vous déclarer en défaut sur une grande partie de la dette, soit la gonfler. Il n'y a pas vraiment beaucoup d'autres options pour notre pays, qui a des dettes de cette taille. Et aucun de ces processus n'est vraiment agréable. » Si les taux d'intérêt augmentaient, une telle chose pourrait se produire aux États-Unis dans le courant de l'année. Comme Ferguson l'explique : « La leçon qu'on peut tirer de ce qui se passe en Europe aujourd'hui, et s'est passé en Russie il y a vingt ans, c'est que l'effondrement peut vous frapper par surprise, et frapper très fort. » Face à cette menace, Ferguson salue la réaction populiste en Amérique, hostile à l'omniprésence du gouvernement. C'est un signe de santé. Mais il fallait autre chose : « Jusqu'à ce qu'un dirigeant politique ait le courage de dire aux Américains : "Nous devons le faire, nous devons réformer notre système, de la cave au grenier", alors je crains que nous ne sombrions, non seulement sur la pente l'économie européenne, mais aussi sur celle de l'économie latino-américaine. »

Ferguson était l'incarnation de l'universitaire de la Ivy League. Beck, lui, était l'un des porte-voix les plus vociférants du conservatisme américain. Mais en 2010, la peur de la dette et de ses conséquences potentiellement désastreuses est universelle. Elle était déjà là avant la crise, s'étant manifestée dans les appels à la consolidation de Rubin et dans la campagne en faveur d'un frein à l'endettement en Allemagne. Elle était désormais formidablement amplifiée par le choc de 2008-2009. Ce dernier avait porté aux finances publiques le coup le plus grave qu'ait subi un des grands pays développés depuis la Seconde Guerre mondiale. Le sort de la Grèce en 2010 a donné l'impression de souligner ce qui était en jeu pour tout État qui se laissait aller à l'insolvabilité. Les avertissements allaient des vitupérations terrifiantes de Beck à des recherches universitaires tout à fait respectables, notamment de la part de deux anciens économistes du FMI, Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff.

Après leur best-seller surprise, *This Time Is Different : Eight Centuries of Financial Folly* [« Cette fois, c'est différent : huit siècles de folie financière »], en janvier 2010, Reinhart et Rogoff ont publié un article intitulé « La croissance à l'ère de la dette[2]. » Ils prétendaient démontrer que puisque la dette publique dépassait le seuil de 90 % du PIB, la croissance économique était fortement ralentie. C'était une pente glissante qui aboutissait à une falaise. Un endettement excessif pesait sur la croissance, ce qui rendait la dette encore moins viable, freinant encore la croissance. Pour échapper à ce sort, il était crucial d'agir le plus tôt possible. En y regardant de plus près, l'analyse de Reinhart et Rogoff s'est révélée truffée d'erreurs. Une fois corrigé leur tableau Excel, on s'aperçoit qu'il n'y a pas de discontinuité nette à la marque des 90 %, et qu'une intervention d'urgence se justifie moins qu'ils ne l'affirment[3]. Mais au début de 2010, leurs arguments dominaient. Ils assuraient dans le *Financial Times* : « Plus les politiciens se réconcilieront avec l'idée de l'ajustement, moins il y aura de risques de subir des problèmes d'endettement vraiment handicapants. […] Bien que la plupart

des gouvernements jouissent toujours d'un accès solide aux marchés financiers à des taux d'intérêt très bas, la discipline de marché peut survenir sans crier gare. » Une fois que les marchés obligataires auraient pris toute la mesure du « tsunami budgétaire » déclenché par la crise bancaire, leur verdict sera sans appel. « Les pays qui n'auront pas posé les bases d'un ajustement le regretteront[4]. » Personne n'était en sécurité. Comme Rogoff l'a déclaré au journal de la droite allemande *Welt am Sonntag*, qui n'avait guère besoin d'encouragement : « Les finances publiques de l'Allemagne ne sont pas engagées sur une voie durable. […] Viendra un moment où l'Allemagne sera confrontée à son propre problème grec. […] Ça ne sera pas aussi dur qu'en Grèce, mais ce sera douloureux[5]. »

Comme devaient le savoir les commentateurs aussi avisés que Ferguson, Reinhart et Rogoff, la discipline de marché à l'œuvre dans la zone euro n'est pas « survenue sans crier gare ». La BCE et le gouvernement allemand ont délibérément courtisé les justiciers obligataires qui se sont rués sur la Grèce. S'ils voulaient alléger la pression, il suffisait à la BCE de faire ce que la Fed, la Banque d'Angleterre ou la Banque du Japon faisaient systématiquement : acheter des obligations grecques. Mais la BCE n'avait pas l'intention de le faire, du moins, pas jusqu'à la toute dernière minute. La BCE voulait faire passer un message : l'austérité, ou sinon ! La réaction mondiale a dû les ravir. L'année 2010 serait un tournant dans la reprise. En utilisant la Grèce comme exemple, une alliance de complaisance entre prophètes de malheur de la droite, entrepreneurs politiques conservateurs et les faucons fiscaux centristes a bouleversé l'équilibre politique. Bien que le chômage soit resté élevé, bien que la production ralentisse, les mesures de relance ont été abandonnées. Plus tôt et plus fermement que dans toute autre récession de l'histoire récente, on serrait la vis budgétaire. Ce qui a eu pour résultat, sur les deux rives de l'Atlantique, de freiner la reprise.

I

Le cas le plus remarquable de contagion de l'austérité est représenté par le Royaume-Uni. Les élections, très disputées, qui mettraient fin au long règne du New Labour, ont lieu le 6 mai 2010, le jour même où les banques brûlaient à Athènes et où le crash express provoquait la chute des marchés financiers américains. La politique fiscale a été la clé tant des élections que des négociations qui ont suivi autour de la formation d'une coalition. La Grande-Bretagne avait été parmi les plus durement touchées en 2007-2008. Bien que la Banque d'Angleterre, contrairement à la BCE, ne se soit jamais opposée au soutien de la dette du Trésor britannique et que le Royaume-Uni ait préservé sa notation, la livre avait plongé face au dollar et à l'euro. Tant que la Banque d'Angleterre a stabilisé le marché obligataire, il n'y a pas eu de raison immédiate de s'en inquiéter. Mais cela a fait du gouverneur Mervyn King un personnage essentiel qui, comme il l'avait démontré au printemps 2009 avant la réunion du G20 à Londres, ne répugnait pas à user de son influence[6].

Le 21 décembre 2009, le chancelier George Osborne entame la campagne électorale pour le parti conservateur, dans l'opposition, en affirmant que, si la Grande-Bretagne ne mettait pas en place un programme crédible d'assainissement budgétaire, elle se retrouverait bientôt engagée sur la même voie que la Grèce. « En mettant la patience des investisseurs internationaux à l'épreuve, martèle Osborne, les travaillistes jouent avec le feu économique. » Les pays souhaitant conserver une notation AAA « ne peuvent s'offrir le luxe d'attendre la reprise avant d'annoncer des plans d'assainissement budgétaire crédibles[7] ». Osborne étaye sa thèse en citant des analystes de Paribas, de la Deutsche Bank et Barclays. Bill Gross, le gestionnaire de fonds vedette du géant du marché obligataire PIMCO, assure au *Financial Times* qu'il a désormais placé les obligations britanniques dans la catégorie « à éviter ». Avec

son style flamboyant caractéristique, Gross ajoute que la dette publique britannique « repose sur un lit de nitroglycérine » et devrait être entourée d'un « anneau de feu » englobant non seulement le Royaume-Uni, la Grèce et l'Irlande, mais aussi l'Espagne, la France, l'Italie, le Japon et les États-Unis[8]. Des économistes de haut niveau, dont Ken Rogoff, écrivent au *Sunday Times* pour réitérer les accusations d'Osborne selon lesquelles le gouvernement travailliste ne faisait pas assez pour maîtriser le budget[9]. Une autre lettre, dans les pages du *Financial Times,* ne tarde pas à leur répondre. Elle est signée par une liste beaucoup plus longue d'autorités tout aussi respectables, qui s'opposent à l'appel en faveur d'une réduction budgétaire, jugé prématuré, et constatent qu'il est curieux que, « en invitant à accélérer le processus de réduction du déficit afin de rassurer les marchés financiers, les signataires de la lettre du *Sunday Times* reprennent implicitement les idées des marchés financiers dont les erreurs ont justement précipité la crise[10] ! ».

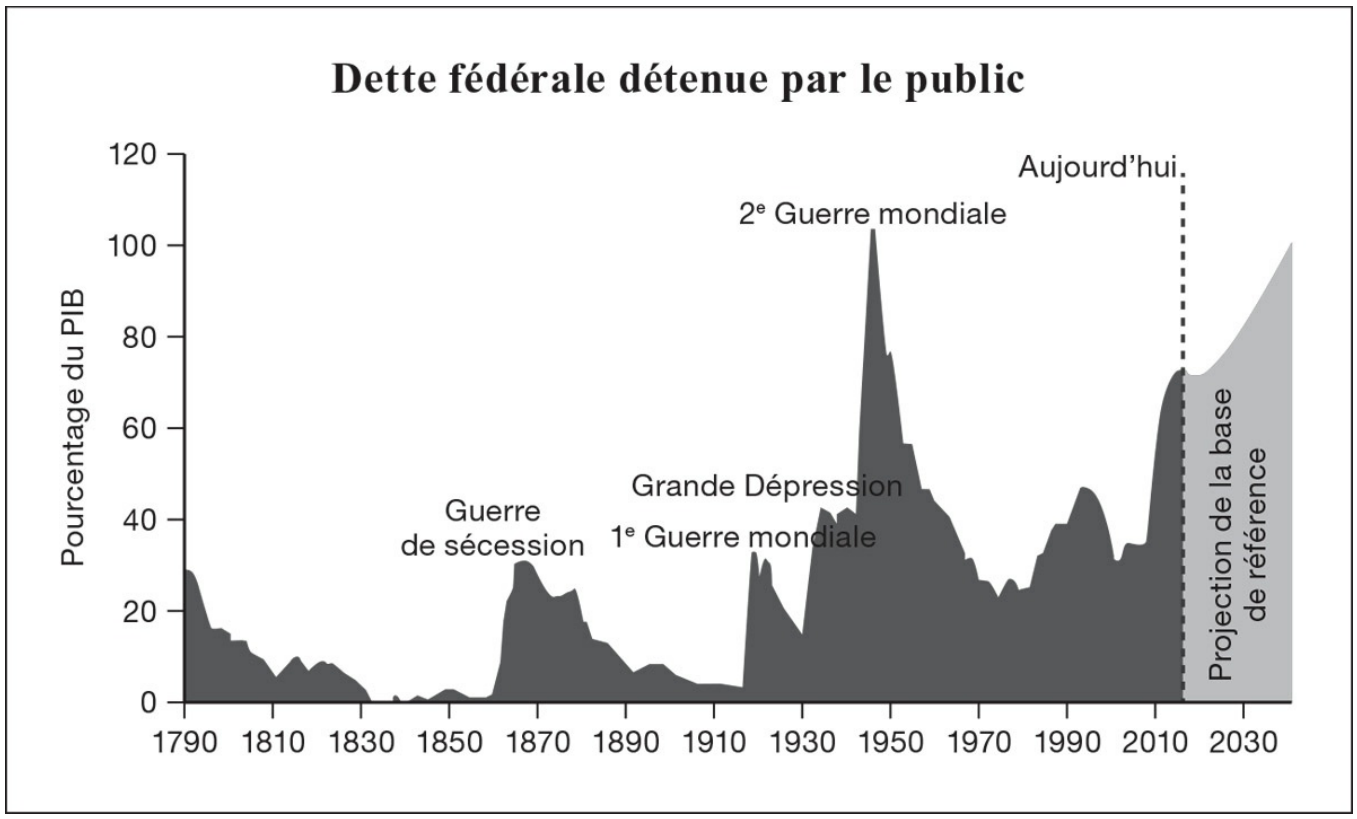
Les élections du 6 mai aboutissent à la défaite pour le parti travailliste, mais les conservateurs n'ont pas réussi à obtenir la majorité et il leur faut obtenir le soutien des démocrates libéraux. Les négociations autour de la constitution d'une coalition deviennent un enjeu majeur quant à l'avenir de la politique budgétaire[11]. « Le déficit, écrit David Laws, négociateur libéral, était le spectre qui planait sur nos discussions[12]. » Les conservateurs placent les coupes budgétaires au centre des négociations. Et les faucons de la dette conservateurs savent qu'ils peuvent compter à la fois sur le Trésor et sur la Banque d'Angleterre. Le 12 mai 2010, Mervyn King explique au nouveau gouvernement que « le plus important est maintenant [...] de faire face au défi du déficit budgétaire. [...] Je pense que nous avons vu ces deux dernières semaines, en particulier, et, dans le cas de la Grèce, au cours des trois derniers mois, que rien ne justifie que l'on coure le risque d'une réaction défavorable du marché[13] ».

Dans ce qui a été qualifié de « budget d'urgence » en juin 2010,

le chancelier Osborne réduit les dépenses et augmente la TVA. L'objectif est de calmer les marchés en s'engageant à combler le déficit d'ici à 2015[14]. L'argument en 2010 est « la nécessité ». Mais, comme Neil Irwin l'a dit par la suite : « La Grande-Bretagne [...] se lançait dans quelque chose qui a rarement été tenté, [...] réduire les dépenses et augmenter les impôts dans le cadre d'une action préventive contre le risque d'une future crise de la dette[15]. » Ainsi que l'a fait remarquer Paul Krugman à New York : « C'est une chose d'être intimidé par les justiciers obligataires. C'en est une autre d'être intimidé par la crainte que des justiciers obligataires puissent surgir un jour ou l'autre[16]. » Au fil de la compression, d'autres motifs se font jour. Il s'agit en fin de compte de réduire l'influence de l'État. Le but ultime, comme le soutient David Cameron dans son discours au banquet du maire de Londres, trois ans plus tard, était « quelque chose de plus ambitieux » : il s'agissait de diminuer l'État « [...] pas seulement maintenant, mais de façon permanente[17] ».

En 2015, le chancelier Osborne prétendrait avoir réduit de 98 milliards de livres les dépenses annuelles du budget britannique. À leur maximum, 6,44 millions, en septembre 2009, les effectifs du secteur public britannique seraient réduits à 5,43 millions en juillet 2016[18]. Un million d'emplois ont été supprimés, privatisés ou externalisés. C'est une réduction supérieure à celle imposée par les gouvernements Thatcher ou Major dans les années 1980 et 1990. Converti par rapport à la masse salariale du secteur public américain, ce serait l'équivalent de la suppression de 3,3 millions de postes. Comme les dépenses de retraite et de santé sont limitées, ce sont surtout les administrations locales qui sont touchées. Comme le déclare sans ambages le ministre responsable : « Les autorités locales représentent une énorme part des dépenses publiques. Elles tiennent depuis des années avec une croissance non durable, des finances publiques non viables [...]. Les gens imputent la faute aux banquiers, mais je pense que le gouvernement omniprésent est tout autant à blâmer que les grandes banques[19]. » Entre 2010

et 2016, les dépenses des conseils municipaux et régionaux pour les services de bus, les parcs publics et les bibliothèques chutent de plus d'un tiers. La Grande-Bretagne se transforme en un lieu plus sombre, plus sale, plus dangereux et moins civilisé. Des centaines de milliers de personnes qui survivaient à grand-peine à l'aide de pensions d'invalidité et d'allocations-chômage sont poussées vers un authentique désespoir[20]. Selon l'OCDE, seules la Grèce, l'Irlande et l'Espagne ont connu des contractions budgétaires plus terribles que celles infligées au Royaume-Uni[21].



Sources : Congressional Budget Office, « Understanding the Long-Term Budget Outlook » (juillet 2015), et Congressional Budget Office, « Historical Data on Federal Debt Held by the Public » (juillet 2010), www.cbo.gov/publication/21728.

Si la gauche américaine suit de si près la politique du Royaume-Uni, ce n'est pas seulement dû au fait qu'elle penche en faveur de Gordon Brown, qui a été battu. Elle redoute que les événements de Grande-Bretagne en 2010 ne préfigurent une évolution similaire aux États-Unis. La pression ne vient pas seulement des experts alarmistes et de la réalité alternative de

Fox News. Elle provient aussi de l'intérieur du gouvernement Obama. Dès février 2009, le président a organisé un sommet sur la responsabilité budgétaire à la Maison-Blanche. Un an plus tard, le gouvernement subit les pressions des centristes du Parti démocrate, soucieux de prouver qu'ils sont efficaces dans le domaine du budget. Le gouvernement a besoin de leur appui pour relever le plafond qui limite les émissions de dette par le gouvernement fédéral[22]. Au grand dam des commentateurs keynésiens, le 27 janvier 2010, dans le deuxième discours sur l'état de l'Union d'Obama, c'est la réduction du déficit et non les emplois qui ont la priorité[23]. Obama a promis que, à partir de 2011, toutes les dépenses discrétionnaires autres que militaires seraient gelées à leur niveau actuel. « Dans tout le pays, des familles se serrent la ceinture et prennent des décisions difficiles, proclame Obama. Le gouvernement fédéral devrait faire de même[24]. » C'est le côté simpliste de cette analogie qui conduit les économistes au désespoir[25]. Et elle est parfaitement en phase avec le discours sur la « responsabilité fiscale » qui domine désormais à Washington. Comme le souligne un commentateur conservateur, « si, dans les années à venir, le débat oscille entre le gel des dépenses et leur réduction, alors, nous avons déjà gagné[26] ». Le 18 février 2010, par décret, le président nomme la Commission nationale sur la responsabilité et la réforme fiscale, également connue sous le nom de Commission Simpson-Bowles. Elle a pour mission de formuler des recommandations afin de parvenir au solde budgétaire primaire d'ici à 2015. Simpson-Bowles ne publiera pas de rapport avant décembre, après les élections à mi-parcours du Congrès. Entre-temps, des divergences préjudiciables se sont fait jour au sein du gouvernement Obama sur la question budgétaire[27]. Des faucons comme Orszag appellent à une augmentation des impôts, même pour les ménages gagnant moins de 250 000 dollars. Ce serait revenir sur une des promesses de campagne fondamentales d'Obama. Aussi bien Emanuel, pour des raisons politiques en tant que chef de

cabinet, que Larry Summers pour des raisons économiques, s'y opposent farouchement. Pendant ce temps, Ben Bernanke, qui a récemment été reconduit au poste de président de la Fed, explique clairement quelle est l'alternative à l'alarmisme de la dette. Il ne nie pas l'ampleur des déficits ni les graves implications à long terme d'un fardeau de la dette beaucoup plus important. Mais il met en garde contre les efforts d'austérité drastiques. La reprise économique naissante aux États-Unis pourrait ne pas résister à un choc budgétaire brutal. L'essentiel est de séparer le court et le moyen terme. La poursuite des mesures de relance à court terme devrait s'accompagner d'un plan réaliste quant à la manière de mettre un terme aux déficits à moyen terme[28]. Cette combinaison fournirait un avantage immédiat à l'économie tout en regonflant la confiance des investisseurs.

Ce n'est pas assez pour les faucons du budget comme Orszag, qui a quitté le gouvernement à l'été 2010[29]. Le verdict de l'électorat sur les deux premières années d'Obama serait encore plus dévastateur. Avec un taux de chômage à près de 10 %, quatre Américains sur cinq considèrent que la situation économique est mauvaise, ou plutôt mauvaise. La Tea Party mobilise l'opinion nationaliste conservatrice contre les élites de Washington[30]. Même parmi les démocrates, il s'en trouve pour attribuer les plans de sauvetage de 2008 à leur propre camp[31]. Ils ont tort à propos du président, mais, sachant qui avait soutenu la mesure au Congrès, l'association n'était pas totalement tirée par les cheveux. Le 2 novembre, l'électorat, en colère, accorde une victoire historique aux républicains. Les conservateurs remportent 63 sièges à la Chambre des représentants, soit le basculement le plus important depuis 1948. C'est un changement qui va redéfinir la politique américaine.

S'efforçant désespérément de ne pas freiner la reprise, le gouvernement Obama travaille sans relâche pour faire passer une deuxième série de mesures de relance durant la session inter-régime de l'ancien Congrès. La loi sur l'allégement fiscal,

la réautorisation de l'assurance-chômage et la création d'emplois de décembre 2010 aurait entraîné, selon certaines estimations, une augmentation de la demande de 858 milliards de dollars[32]. Mais, preuve des difficultés rencontrées par la Maison-Blanche, le plan de relance consiste désormais uniquement en allègements fiscaux, y compris les allègements manifestement inéquitables accordés aux hauts revenus et hérités de l'ère Bush. Deux ans après son entrée en fonction, ce serait le dernier projet de loi de politique économique que le gouvernement Obama ferait voter. À la nouvelle année, avec le nouveau Congrès républicain, il se retrouverait acculé à la défensive. Les recommandations centristes du Comité Simpson-Bowles étaient mort-nées car, même si elles prévoyaient de réduire les prestations, elles incluaient des augmentations modestes du côté des recettes. Emmenés par Eric Cantor, le chef de file énergique de la majorité à la Chambre, les républicains surnommés les « Young Guns » ne toléreraient aucune augmentation des impôts[33]. Leur objectif est de réduire immédiatement les dépenses de 100 milliards de dollars, ce qui, concentré sur les dépenses discrétionnaires, va semer le chaos dans toute une gamme de programmes fédéraux, y compris la sécurité alimentaire, les secours d'urgence et le contrôle aérien. En « affamant la bête », ils sont persuadés qu'ils vont se prémunir contre un gouvernement considéré comme trop présent, et ressusciter le rêve américain.

II

Les États-Unis et le Royaume-Uni ont tous deux subi de graves dommages financiers à la suite de la crise financière. Il n'est donc pas surprenant qu'ils aient été confrontés à des exigences de restriction budgétaire. D'autres économies pourraient-elles prendre la relève ? Outre le Japon et les économies de marché émergentes, l'Allemagne était le candidat désigné au rôle de contrepoids mondial. Comme Angela Merkel l'a admis à l'été 2010, « d'autres membres de l'UE et le gouvernement américain ont exhorté l'Allemagne à dépenser davantage pour garantir la reprise économique actuelle, et à réduire son excédent d'exportation[34] ». Mais ce n'était pas comme ça que Berlin envisageait son rôle. La crise, selon l'interprétation allemande la plus répandue, résultait d'un endettement excessif. Ce dont le monde a besoin pour entraîner son redressement, c'est que l'Allemagne n'agisse pas comme un contrepoids expansionniste, mais pour montrer la voie en proposant un modèle d'austérité.

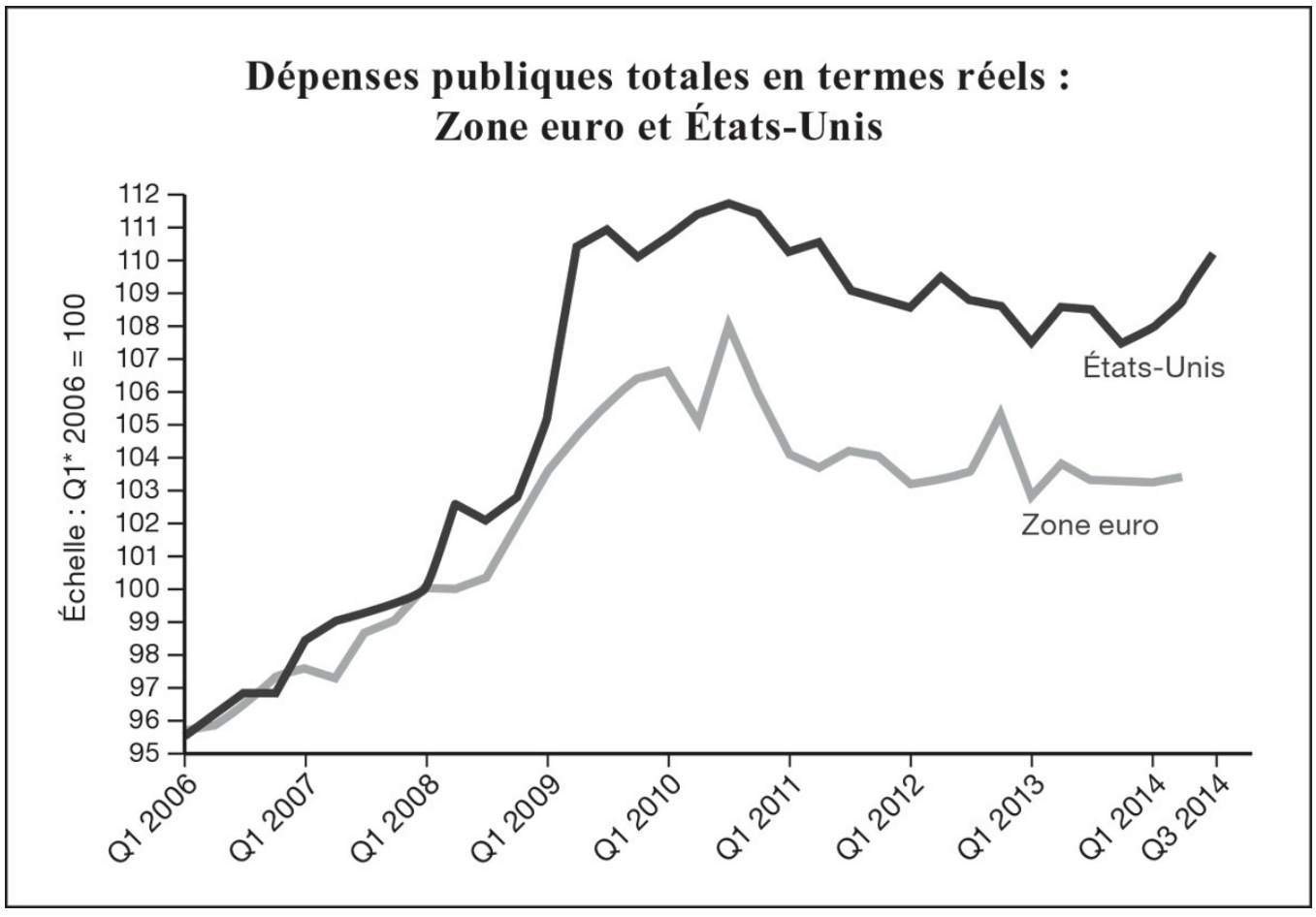
Compte tenu de l'atmosphère qui domine alors, cette vision des choses est aisément convaincante. Le déficit de l'Allemagne est de 50 milliards d'euros par an. Sa dette a dépassé 80 % du PIB. La même controverse que celle soulevée par Reinhart et Rogoff débarquait en Europe. Le ministre des Finances Schäuble invoque la menace du seuil des 90 % pour plaider en faveur de mesures de lutte immédiates[35]. Annonçant les plus grandes coupes budgétaires de l'histoire de la République fédérale le lundi 7 juin, la chancelière Angela Merkel a déclaré que le rétablissement de l'équilibre budgétaire allemand constituerait une « démonstration de force exceptionnelle. […] L'Allemagne, en tant qu'économie la plus puissante, a le devoir de donner le bon exemple[3736/] ». En 2011, il faudrait procéder à des réductions de 11,2 milliards d'euros et d'un total de 80 milliards d'euros d'ici à 2014. En Allemagne aussi, cela implique de faire des choix quant à la forme future que prendra l'État. De façon révélatrice, les coupes les plus sévères proposées

par le gouvernement Merkel visent le ministère de la Défense, prié de réduire son budget de 25 % d'ici à 2014. Les forces de la Bundeswehr devront être dégraissées et la conscription progressivement supprimée. Pour Berlin, il est plus important de respecter la règle du déficit de 3 % spécifiée par le pacte de stabilité et de croissance de la zone euro que d'honorer son engagement envers l'OTAN et de consacrer au moins 2 % de son PIB à la défense[38].

Lors du sommet du G20 à Toronto en juin 2010, tout est prêt pour un nouveau round dans le débat transatlantique à propos de la politique budgétaire. Avant la rencontre, Obama publie une lettre ouverte appelant à un échelonnement de l'assainissement budgétaire afin d'éviter de compromettre la reprise[39]. Schäuble choisit les pages du *Financial Times* pour défendre l'approche à long terme de son pays en matière de politique économique, par opposition au court terme américain. Il se fait le champion du frein à la dette en tant que point d'ancrage de la stabilité pour l'Europe[40]. Il bénéficie du soutien du Premier ministre Cameron ainsi que des hôtes canadiens. Sur l'insistance du gouvernement Obama, le texte final du communiqué du G20 fait référence à la nécessité de séquencer l'assainissement budgétaire afin de ne pas compromettre « l'élan de la reprise du secteur privé[41] ». Mais cette référence est finalement omise au nom des exigences de consolidation fiscale[42]. Après la pire crise économique depuis les années 1930, alors que, selon l'OCDE, 47 millions de personnes sont au chômage dans le monde riche et que le nombre total de travailleurs sous-employés et découragés friserait les 80 millions, les membres du G20 s'engagent en même temps à réduire de moitié leurs déficits au cours des trois prochaines années[43]. C'est la recette garantie pour un rétablissement inachevé et d'une pénible lenteur.

Pour l'Allemagne, même ça ne suffit pas. La leçon que Berlin a tirée de la crise grecque est que le pacte de stabilité et de croissance de la zone euro a échoué. L'Allemagne, ou plutôt

la coalition Rouge-Vert qui gouvernait l'Allemagne en 2003, devait admettre qu'elle avait une part de responsabilité. Maintenant, avec Merkel et Schäuble à la barre, Berlin prendrait la tête du retour de la zone euro à l'autodiscipline. C'est essentiel, pas seulement pour restaurer la santé économique, mais pour la politique de la zone euro. La crise grecque a montré que les gouvernements européens devaient travailler ensemble. Les fédéralistes comme Schäuble ont toujours insisté sur le fait que la réponse ultime à la crise serait « plus d'Europe ». Mais pour que cela soit acceptable pour les contribuables d'Europe du Nord, ils devaient être certains que les mêmes règles valaient pour tous.



Q1, premier trimestre ; Q3, troisième trimestre (NdT).
Note : Eurostat pour l'Europe, téléchargé le 29 novembre 2014. Les dépenses publiques de la zone euro concernent les 18 pays actuellement membres de la zone euro.

Sources : BEA pour les États-Unis, téléchargé le 29 novembre 2014.

Au fur et à mesure que la crise dans la zone euro s'intensifie et que le rôle central de l'Allemagne devient de plus en plus marqué, la rhétorique se fait de plus en plus vive. Les manifestants brandissent des pancartes montrant le visage de Merkel gratifié d'une moustache à la Hitler. Ce n'est pas qu'insultant et d'une injustice grotesque. Cela trahit également une incompréhension fondamentale de la position de l'Allemagne. Quand on l'accusait d'impérialisme, la classe politique allemande pouvait répondre en toute honnêteté qu'elle n'avait pas pour ambition de dominer le continent. Mais Berlin suit effectivement un programme de discipline économique et budgétaire, qui doit être généralement accepté avant que l'Allemagne ne consente à de nouvelles mesures d'intégration[44]. Pour des raisons de compétitivité mondiale, il est essentiel de maîtriser les dépenses et la dette publiques. Les pressions démographiques en Europe en accroissent l'urgence. En ce qui concerne les marchés du travail et le chômage, le reste de l'Europe doit tirer les leçons des réformes Hartz IV en Allemagne. Lorsque les keynésiens s'inquiètent de la demande intérieure, la réponse allemande se résume aux exportations. Un continent vieillissant devrait exporter vers le monde extérieur et constituer un pécule de créances financières sur les marchés émergents à croissance rapide. Sur ce point, la nouvelle coalition de Merkel avec ses partenaires ultralibéraux d u FDP est plus claire que jamais. L'Allemagne a adopté un amendement constitutionnel sous la forme d'un frein à l'endettement. Si l'Allemagne acceptait de partager les dettes du reste de la zone euro, elle devait être en droit d'exiger au moins la même chose de ses partenaires. Les contribuables et les électeurs des fiefs de la CDU, aussi prospères qu'ils soient, et autant qu'ils bénéficient de l'intégration européenne, n'accepteraient tout simplement pas la transformation de l'Union européenne en une « union de transfert » continentale. Ce n'était que si le reste de l'Europe garantissait qu'il se plierait à un ensemble de règles communes que Berlin pourrait envisager

un partage de la souveraineté. Le problème étant que ces règles devaient être décidées, confirmées et imposées. Et c'est là que les choses se compliquent.

Au cours de l'été 2010, des projets rivaux sont à l'étude pour un projet de nouveau régime de gouvernance économique européenne dans les équipes travaillant séparément pour le président Barroso, de la Commission européenne, et Herman Van Rompuy, le premier dirigeant permanent du Conseil européen, un poste créé par le traité de Lisbonne et conçu pour renforcer le caractère intergouvernemental du processus décisionnel de l'UE[45]. L'objectif ultime de Berlin est de faire en sorte que des dispositions constitutionnelles relatives au frein à l'endettement, comme celle adoptée en 2009, entrent en vigueur pour tous les membres de la zone euro. Ceux qui dérogeraient aux règles seraient soumis à un système automatique de sanctions, y compris la suspension du droit de vote. Pour ceux qui éprouveraient de réelles difficultés financières, les sanctions seraient encore plus sévères. Comme l'a dit Trichet, « Lorsque vous activez un mécanisme de soutien, un pays perd, jure et facto, son autonomie fiscale[46]. » La France, pour sa part, s'oppose aux sanctions automatiques. Sans surprise, les petits pays, qui ont des raisons de craindre que les règles leur soient appliquées plus sévèrement, rejettent toute discussion sur la suspension du droit de vote.

Ce sont des sujets de poids pour l'avenir de l'Europe. Mais en quoi sont-ils liés à la question à court terme de la stabilisation financière ? À l'été, il est déjà clair que la solution mise au point pour contenir la crise grecque en mai 2010 n'est pas tenable. Les pires craintes des analystes les plus pessimistes du FMI se confirment rapidement. Non seulement le gouvernement du PASOK a tardé à imposer les changements exigés par la troïka, mais les résultats en ont été contre-productifs. Exemple de spirale keynésienne classique, la demande a diminué et le chômage a encore augmenté, réduisant les revenus. En 2010, le PIB grec diminuerait de 4,5 %. La situation s'aggraverait en

2011[47]. Les recettes fiscales à destination d'Athènes, qui, même dans les meilleures conditions, n'étaient guère suffisantes, ont ralenti au fur et à mesure que les salaires, les bénéfices et les dépenses de consommation se sont contractés. Le programme de mai 2010 était fondé sur l'hypothèse que la Grèce serait en mesure de retourner sur les marchés des capitaux au bout de deux ans. Mais avec l'expansion du déficit et l'augmentation du fardeau de la dette, il y avait peu de chances que cela se produise. À la fin du mois d'août 2010, le différentiel de rendement de l'obligation grecque à dix ans par rapport aux Bunds avait atteint 937 points, plus haut qu'au paroxysme de la crise du printemps[48]. Et pourtant, malgré l'échec, la troïka continue à obliger la Grèce à respecter le programme de mai 2010.

Une chose peut justifier la torture prolongée infligée à la Grèce : la crainte qu'une restructuration immédiate de la dette déclenche une contagion qui toucherait d'autres débiteurs souverains de la zone euro et déstabiliserait les banques européennes, provoquant ainsi une crise beaucoup plus étendue. Par conséquent, la priorité immédiate de la politique économique européenne aurait dû être de profiter du délai obtenu grâce au « faire comme si » pour renforcer la résistance du système financier de la zone euro et la santé des banques. Si l'on suivait l'exemple américain, la prochaine étape, évidente, serait de procéder à un test d'effort pour évaluer les pertes probables, puis à effectuer une recapitalisation énergique avec des fonds publics ou privés.

En 2009 et 2010, les Européens ont mené des tests d'effort, en quelque sorte. Celui de 2010 est allé plus loin qu'en 2009 en désignant des banques individuelles. Mais ça n'en a pas moins été une farce. Les résultats publiés le 23 juillet 2010 proclamaient que sur 91 grandes banques européennes, 7 seulement verraient leurs fonds propres de catégorie 1 ramenés à des niveaux dangereux par une crise des obligations souveraines[49]. Au total, le Comité européen des contrôleurs bancaires estime que les banques européennes ne devraient pas lever plus de 3,5 milliards d'euros

de nouveaux capitaux. Mais, comme l'ont souligné des analystes sceptiques, ce résultat optimiste repose sur l'hypothèse que la grande majorité de la dette souveraine détenue par les banques ne présente aucun risque de défaillance ou est entièrement protégée par la facilité de stabilité financière de l'UE [50]. D'après les calculs de l'OCDE, à partir d'hypothèses moins optimistes, les pertes potentielles pour les banques européennes à cause d'une crise des obligations périphériques ne se monteraient pas aux 26,4 milliards d'euros prévus par les résultats officiels, mais à 165 milliards d'euros. Ces pertes seraient concentrées dans les systèmes bancaires nationaux des pays vulnérables – Grèce, Irlande, Portugal et Espagne. Ils subiraient des dégâts catastrophiques. Si la crise se propageait en Espagne ou en Italie, cela mettrait en péril les systèmes bancaires allemand et français. Comme toujours, les risques les plus graves seraient concentrés sur les bilans de quelques banques dangereuses. Dexia et Fortis arrivent en tête de liste, tout comme Hypo Real Estate en difficulté en Allemagne. Selon l'OCDE, la capitalisation d'Hypo est tellement insuffisante qu'une crise de la dette souveraine en Italie, en Espagne, en Irlande ou en Grèce mettrait en péril sa survie.

Les institutions européennes ne sont pas habilitées à intervenir dans la politique bancaire nationale. Les fonds de recapitalisation créés en 2008-2009 sont incomplets et facultatifs plutôt qu'obligatoires dans leur application [51]. Les gouvernements nationaux se montrent trop complaisants et ne veulent pas perturber le confort du statu quo. Au lieu de cela, l'Europe s'engage dans un double mensonge. La troïka continue à prétendre que la dette grecque est viable, si seulement Athènes adopte assez de mesures d'austérité. Ce n'est pas le cas, et cela devient manifeste de mois en mois : la Grèce est purement et simplement mise à genoux. Dans le temps, les tests d'effort assurent que les banques européennes sont robustes, ce qu'elles ne sont clairement pas. En fait, leur faiblesse aurait dû être le meilleur argument pour refuser de prendre le risque

d'une restructuration grecque. Mais ce n'est pas un argument que la BCE pourrait faire entendre, de peur de déclencher la panique. En outre, cela aurait nécessité une intervention sérieuse sur le front de la recapitalisation, à laquelle les banques et les gouvernements nationaux ont résisté. Enferrée dans cette double impasse, la troïka en est réduite à prétendre que tout va bien sur tous les fronts. Pendant ce temps, en Grèce, le chômage est passé de 8 % à l'été 2008 à plus de 12 % en 2010. Pour les jeunes, il est déjà supérieur à 30 %.

Si les Grecs sont les victimes du « faire comme si », qui en sont les bénéficiaires ? Des milliards d'euros provenant de la première tranche du programme de mai 2010 ont été transférés à Athènes, qui les a à son tour versés à ses créanciers. Ceux qui ont la chance de détenir une dette arrivant à échéance en 2010 ou 2011 sont payés à temps et intégralement. Les banques qui ont décidé de réduire leurs pertes et de vendre peuvent trouver des acheteurs parmi les fonds spéculatifs qui ont récupéré des dettes pour seulement 36 centimes d'euro, pensant que les choses ne pourraient que s'améliorer et que dans le pire des cas, ils toucheraient leur part sur un règlement final [52]. Les banques françaises et néerlandaises semblent avoir été les plus actives quand il s'est agi de violer l'embargo informel sur les ventes d'obligations grecques. Les avoirs des banques françaises en dette grecque ont baissé entre mars et décembre 2010, passant de 27 milliards à 15 milliards de dollars, les avoirs néerlandais de 22,9 milliards à 7,7 milliards de dollars [53]. La fuite des obligations grecques ne s'est pas étendue à toute la périphérie. En cédant les obligations grecques et irlandaises, les banques européennes ont couru après le rendement en convertissant leur argent en obligations espagnoles et italiennes [54]. En général, les banques européennes intéressées par leur propre survie et leur prospérité auraient dû se recapitaliser et se réorienter vers un avenir au-delà de la crise. Mais rien ne semble aller dans ce sens. Alors que les grandes banques américaines opèrent dans le cadre disciplinaire de « plans de capital » annuels et sont tenues de

conserver les bénéfices qu'elles ne distribuaient pas en bonus afin de reconstituer leurs réserves, les banques européennes sont libres de faire ce qu'elles jugent bon. Tentant par tous les moyens d'assurer la satisfaction de leurs actionnaires, elles reversent le peu de profits qu'elles ont faits en dividendes dans l'espoir qu'à un moment donné, elles seraient en mesure de lever de nouveaux capitaux[55]. Mais le moment n'est toujours pas venu.

III

Dans le cas de la Grèce, la question de la restructuration de la dette et de l'obligation pour les banques de reconnaître les pertes a été écartée de l'ordre du jour. Mais l'Irlande l'a contrainte à revenir sur le tapis. De façon étonnante, à l'été 2010, toutes les banques irlandaises ont été jugées aptes par les tests d'effort européens, y compris Anglo Irish Bank, la plus galeuse des brebis de 2008. À ce moment-là, les banques irlandaises empruntent déjà 60 milliards d'euros. Et le système bancaire irlandais tout entier n'est qu'à quelques semaines d'une « falaise de financement », lorsque la garantie du gouvernement émise en septembre 2008 arrivera à échéance et qu'elles perdront tout accès aux marchés de financement. Elles seront ensuite totalement dépendantes de la banque centrale irlandaise et de la BCE. Le 30 septembre de la même année, le gouvernement irlandais annonçait que, compte tenu de son obligation de soutenir les banques, le besoin de financement de l'Irlande augmenterait de 14 % à 32 % du PIB en 2010. Cela ferait passer la dette publique de l'Irlande de 25 % du PIB en 2007 à 98,6 % en 2010. Le gouvernement irlandais, jadis un modèle de finances publiques austères, a dû se retirer du marché obligataire[56].

Si l'Irlande voulait continuer à honorer l'intégralité du fardeau de la dette de ses banques, dû en grande partie aux investisseurs étrangers, l'impact en serait rude. Depuis le début de la crise en 2008, les revenus irlandais ont été soumis à des ponctions d'urgence, les allocations-chômage pour les jeunes ont été réduites, les prestations de santé pour les personnes âgées de plus de 70 ans ont baissé, Les bénéficiaires de l'aide sociale ont infléchi leurs dépenses de 4 % et les allocations familiales ont été réduites[57]. Le coût du renflouement des banques annoncé en septembre impliquait de nouvelles réductions et de nouvelles hausses fiscales. De manière informelle, avec l'aide du FMI, Dublin a commencé à explorer diverses solutions[58]. Une faction bruyante au sein du FMI n'a jamais accepté d'avoir dû se retirer

de la restructuration de la dette grecque. L'Irlande représente une occasion de mettre à contribution les investisseurs qui ont profité du boom financier de l'Irlande. Si seuls les créanciers d'Anglo Irish Bank les plus en difficulté se retiraient, les économies étaient estimées à 2,4 milliards d'euros. Si les investisseurs des quatre banques protégées faisaient l'objet de réductions, l'allègement budgétaire pourrait atteindre 12,5 milliards d'euros. Par rapport aux recettes fiscales totales de 32 milliards d'euros, c'est une énorme économie. La position de la BCE est bien connue sur ce point. Elle combattrait la restructuration jusqu'au bout. Mais quelle serait la position du reste de la zone euro ? L'opinion publique allemande se montre de plus en plus hostile à tout nouveau programme de la zone euro qui n'exigerait pas une contribution des banques et de leurs investisseurs[59].

Le 18 octobre 2010, Sarkozy et Merkel accueillent le président russe Medvedev dans la station balnéaire normande de Deauville. Suscitant l'inquiétude de Washington, l'ordre du jour de leur réunion porte officiellement sur les futurs domaines de coopération en matière de politique étrangère, notamment au Moyen-Orient[60]. Les nouvelles de Deauville vont faire la une des journaux. Mais ce n'est pas l'alliance atlantique qui était en jeu. C'est la zone euro. Sans consulter leurs partenaires de la zone euro, la BCE, ni les États-Unis, Merkel et Sarkozy, bientôt surnommés « Merkozy », ont élaboré un nouveau projet. C'est un mélange d'idées françaises et allemandes. Le pacte de stabilité et de croissance adopté pour la première fois en 1997 serait renforcé par des règles constitutionnelles de frein à l'endettement de type allemand. Mais les Français ont convaincu l'Allemagne que, pour ce qui est des mesures disciplinaires, elles devraient comporter un élément politique discrétionnaire. Les sanctions ne seraient déclenchées que par un vote à la majorité qualifiée dans les cas où les gouvernements auraient enregistré des déficits supérieurs à 3 % du PIB ou des dettes supérieures à 60 % du PIB. Les sanctions seraient impitoyables,

allant jusqu'à inclure la suspension du droit de vote. Mais la discipline n'est pas tout. On mettrait également en place une version institutionnalisée du Fonds européen de stabilité financière, qui serait légalement consolidée d'ici à 2013 au plus tard, par le biais d'une modification du traité. Il accorderait des prêts d'urgence à tout membre de la zone euro en difficulté. Mais il n'y aurait pas de répétition de l'accord grec. Merkel et Sarkozy ont convenu qu'à compter de 2013, dans toute crise future, les créanciers seraient renfloués. Ce ne seraient pas seulement les contribuables qui fourniraient de nouveaux fonds. Les réductions imposées aux créanciers aideraient à faire baisser les dettes. C'était équitable. Et cela aurait une fonction disciplinaire utile. Les créanciers prendraient leurs responsabilités plus au sérieux s'ils savaient qu'ils jouaient gros. Le paquet est annoncé sans préavis dans un communiqué de presse en fin d'après-midi le 18 octobre 2010.

Ce serait un euphémisme de dire que Deauville a causé un choc. La France et l'Allemagne ont agi seules. On se serait cru au bon vieux temps de l'Europe des Six, et non dans la nouvelle Europe de l'après-guerre froide. Non seulement elles ont agi seules, mais elles ont également abordé ce qui, de l'avis de tous, est la question cruciale de la crise – les PSI et la restructuration de la dette –, unilatéralement et sans préparer ni les marchés ni leurs partenaires. Pour Trichet, c'est un désastre. L'innommable contingence de la restructuration a été évoquée maladroitement en public. Lorsque les nouvelles de l'accord entre Merkel et Sarkozy parviennent à Luxembourg, où se réunissent les ministres des Finances, le président de la BCE entre dans une colère noire. « Vous allez détruire l'euro », crie Trichet à la délégation française, de l'autre côté de la table des négociations. Dix jours plus tard, Trichet affronte Sarkozy face à face. « Vous ne réalisez pas à quel point la situation est grave », lance-t-il au président français. Mais Sarkozy rétorque : « Peut-être que vous, vous parlez aux banquiers […]. Nous, nous sommes responsables vis-à-vis des citoyens[61]. » Trichet aurait

peut-être privilégié la confiance dans les marchés financiers, mais Merkel et Sarkozy ont dû tenir compte de l'indignation des électeurs européens. Au Bundestag, Merkel sait que la majorité en faveur de sa politique européenne sera au mieux fragile, si les réductions des créances ne font pas partie du marché[62]. Comme Mario Draghi, successeur de Trichet, le reconnaîtra plus tard, parler de PSI pourrait être prématuré du point de vue des marchés, mais « pour être juste, il faut aborder un autre aspect de la question. L'absence de discipline budgétaire de la part de certains pays était perçue par d'autres (à savoir l'Allemagne) comme une violation de la confiance qui devrait être à la base de l'euro. Le PSI était donc une réponse politique visant à regagner la confiance des citoyens de ces pays[63] ».

Quels ont été les dégâts vraiment causés par l'annonce de Deauville ? Les partisans du « faire comme si » ne cesseront par la suite d'affirmer que ce sont Merkel et Sarkozy qui ont fait basculer l'Irlande, que Trichet avait raison, que c'était « l'instant Lehman » de l'Europe : une erreur délibérée et politiquement motivée. Mais, comme dans le cas de Lehman, les jugements politiques et techniques se télescopent. Compte tenu de son déficit budgétaire gigantesque et de l'expiration de la garantie de 2008 pour ses banques, l'Irlande entrait de toute façon dans des eaux agitées, avec ou sans Deauville. Les écarts sur la dette du gouvernement irlandais sont déjà en hausse avant l'annonce surprise de Merkel et de Sarkozy. Deauville n'a pas aidé. Mais cela n'a pas provoqué de panique sur le marché. Les marchés tablent déjà sur le risque d'un renflouement[64]. Le principal impact de Deauville a été de durcir l'attitude de la BCE. Trichet est déterminé à ce que Dublin ne se serve pas de l'annonce de Merkel et Sarkozy comme d'un prétexte pour flouer les détenteurs d'obligations des banques. Au lieu de cela, l'Irlande doit accepter un programme comme celui qui a été imposé à la Grèce. Et, comme en Grèce, les banques irlandaises étant totalement dépendantes pour leur survie quotidienne du financement de la BCE, Trichet a fini par avoir le dernier mot[65].

Dublin ne s'est pas rendu sans combat. Se retrouver dans l'urgence financière aux côtés de la Grèce était une humiliation. Alors, la BCE use de plus fortes pressions. Le 12 novembre, le conseil des gouverneurs de la BCE menace de retirer son soutien au système bancaire irlandais tout en laissant filtrer dans les médias que l'Irlande est sur le point de demander un renflouement. Le 18 novembre, Patrick Honohan, président de la banque centrale irlandaise, de retour d'une réunion avec la BCE à Francfort, contacte la chaîne irlandaise RTÉ pour lui dire qu'un renflouement national n'est plus qu'une question de jours[66]. Le 19 novembre, Trichet, dans une lettre confidentielle, détaille au Premier ministre irlandais les conditions dans lesquelles la BCE serait disposée à étendre son assistance aux banques irlandaises[67]. Dublin doit immédiatement réclamer une aide et se soumettre aux instructions de la troïka. Elle doit accepter un programme urgent de poursuite de l'assainissement budgétaire, des réformes structurelles et de réorganisation du secteur financier. Les banques doivent être entièrement recapitalisées et le remboursement du financement à court terme de la BCE pour le système bancaire irlandais doit être pleinement garanti.

En dépit du caractère exorbitant des exigences de la BCE, le 21 novembre, Dublin n'a d'autre choix que de s'y conformer. *The Irish Times* réagit par un remarquable éditorial qui retransmet cette atmosphère d'humiliation nationale. Il s'accompagne d'une strophe de l'élégie de Yeats au nationalisme irlandais romantique, *Septembre 1913* – « Était-ce pour ça ? ». Était-ce pour ça, s'interroge le journal, que les nationalistes irlandais s'étaient battus des siècles durant : « Un renflouement de la chancelière allemande, avec une once de sympathie de la part du chancelier britannique pour faire passer. Quelle honte que tout cela. Ayant arraché notre indépendance politique à la Grande-Bretagne pour devenir les maîtres de nos propres affaires, nous avons maintenant abdiqué notre souveraineté à la Commission européenne, à la Banque centrale européenne et

au Fonds monétaire international. » Mais plutôt que de s'abandonner à l'autocommisération, le *Irish Times* poursuit : « La véritable ignominie de notre situation actuelle n'est pas que l'on nous a privés de notre souveraineté, c'est que nous l'avons dilapidée. Ne cherchons pas à noyer notre sentiment de honte dans l'illusion réconfortante que les nations puissantes en Europe conspirent pour devenir nos maîtres. Après tout, nous ne sommes qu'une piètre proie pour tout suzerain potentiel de nos jours. Aucun Européen raisonnable n'accepterait volontiers de nettoyer le gâchis que nous avons commis. C'est l'incompétence des gouvernements que nous avons nous-mêmes élus qui a si gravement compromis notre capacité à prendre nos propres décisions[68]. »

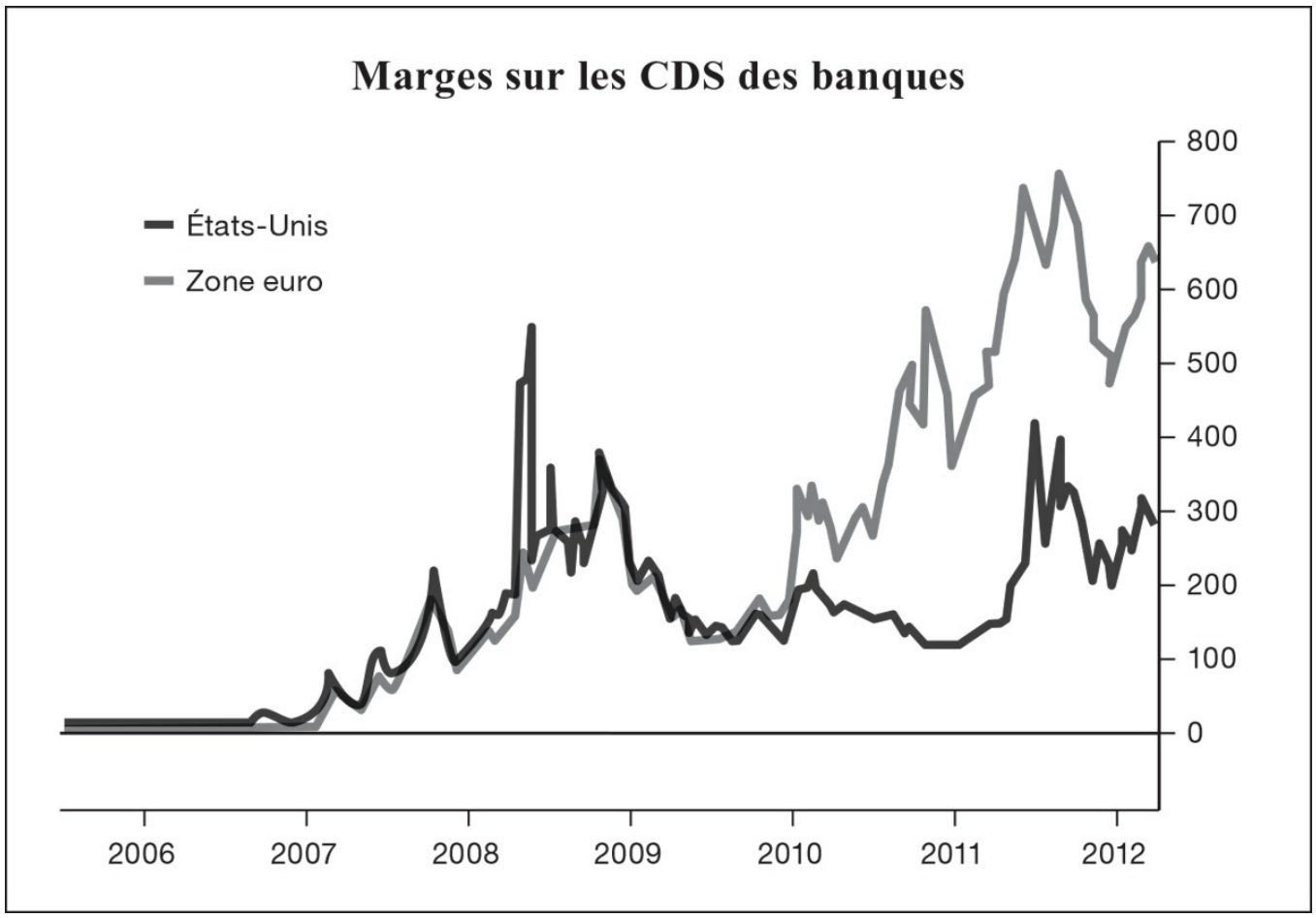
Malgré tout son panache, le plus remarquable, dans cet éditorial, c'est qu'il appelle un chat un chat. « Les gouvernements que nous avons nous-mêmes élus » portent la culpabilité historique, et non les banquiers, les investisseurs et leurs partenaires commerciaux en Europe et dans le monde, ni les experts financiers, les économistes et les régulateurs. La perte de la souveraineté politique est sans aucun doute douloureuse. Mais qui paierait vraiment le prix pour « nettoyer le gâchis » ? Seraient-ce les électeurs et les contribuables, ou ceux qui en avaient profité en faisant enfler la bulle du crédit ? Dans le cas de la Grèce, au moins, les dettes étaient publiques. En Irlande, on demandait aux contribuables de payer pour des pertes énormes subies par des banques profondément irresponsables et leurs investisseurs partout en Europe. Le 7 décembre, Dublin présente un budget avec une nouvelle série de coupes d'une valeur de 6 milliards d'euros, la moitié de ce qui aurait été économisé si les détenteurs d'obligations bancaires avaient fait l'objet de réductions à tous les niveaux. Au lieu de cela, on a prélevé des impôts sur les travailleurs faiblement rémunérés. Les allocations familiales ont été réduites et les frais de scolarité ont augmenté. On a rogné sur les avantages des chômeurs, des aides-soignants et des handicapés.

Outre l'inégalité flagrante des exigences de la troïka, était-il même plausible que l'Irlande présente des risques de contagion comparables à ceux de Lehman ? Comme l'a dit Martin Sandbu, du *Financial Times* : « Lehman était une banque mondiale. » Son activité se trouvait « au cœur de la plomberie financière mondiale ». Il s'est révélé désastreux de ne pas la sauver. Les banques irlandaises, en revanche, étaient « une petite affaire à la périphérie financière de l'Europe, occupées à perdre avec exubérance [...] l'argent des investisseurs conformément à la tradition ancestrale qui consiste à prêter plus pour un logement que ce qu'il vaut ». Rien de « systémique » ne dépendait du remboursement intégral de leurs créanciers[69]. Mais si les banques françaises et allemandes subissaient des dommages collatéraux, c'est parce qu'elles avaient participé avec tant d'enthousiasme et avaient tant profité du boom irlandais. Sachant que la responsabilité était si largement partagée, était-il raisonnable d'imposer la totalité des coûts de l'endiguement des retombées aux seuls contribuables irlandais ? Comme l'a remarqué plus tard Ajai Chopra, du FMI : « Oui, il y aurait eu des retombées. Mais [...] la BCE aurait pu intervenir [...] C'est à ça que sert une banque centrale, à faire face à ce genre de retombées[70]. »

Ce n'était pas dans ce rôle-là que se voyait la BCE. Le 26 novembre, ses représentants à Dublin ont clairement fait savoir qu'en cas de réduction des créances, il n'y aurait pas de renflouement. Un jour plus tard, l'équipe du FMI à Dublin a reçu l'ordre direct de Washington d'abandonner tout effort supplémentaire visant à impliquer les banques. Les ministres des Finances du G7 avaient fait savoir à Dominique Strauss-Kahn qu'ils ne tenaient pas à entendre parler de réductions de créances, et c'était particulièrement vrai aux États-Unis. Comme Tim Geithner l'a dit ultérieurement : « J'étais au Cap [Cod] pour Thanksgiving et je me souviens avoir passé un appel au G7 [...] depuis ma petite chambre d'hôtel [...]. J'ai dit : "Si vous faites ça [les réductions], tout ce que vous ferez, c'est précipiter la fuite

depuis l'Europe [...]. Tant que vous ne disposez pas de la capacité à protéger ou garantir le reste de l'Europe contre la contagion qui s'ensuit, c'est juste une métaphore de ce que nous avons vécu à l'automne 2008[71]." » Les hérétiques du FMI réduits au silence, les Irlandais se sont retrouvés sans alternative. Le Premier ministre Lenihan a admis, résigné : « Je ne peux pas aller à l'encontre de l'ensemble du G7. » Il était « politiquement, internationalement, politiquement inconcevable[72] » que l'Irlande procède par elle-même à ces réductions. Le 28 novembre, l'Irlande accepte 85 milliards d'euros de prêts d'urgence : 63,5 milliards d'euros de la troïka ; le reste sous la forme d'un soutien bilatéral d'autres membres de l'UE, notamment le Royaume-Uni, dont les marchés financiers ont tant contribué à la débâcle.

Un autre accord est conclu. Les dettes seraient honorées. La population de l'Irlande a payé le prix. Un « instant Lehman » a été évité. Mais le résultat n'a pas été de restaurer la confiance sur les marchés. La crise financière européenne ne pourrait pas être contenue en transférant les coûts aux contribuables, pays par pays.



Source : William A. Allen et Richhild Moessner, « The Liquidity Consequences of the Euro Area Sovereign Debt Crisis », *World Economics* 14, n° 1 (2013) : 103 – 26, graphe 2.3.

Les renflouements qui en ont résulté ont préservé l'apparence de la stabilité, mais ils ne sont pas crédibles en substance. Par deux fois, d'abord au printemps puis à l'automne 2010, les spreads sur les contrats d'échange sur défaut des banques européennes – le prix de l'assurance contre le défaut des obligations bancaires – dépassent ceux imputés aux banques américaines. Le premier catalyseur a été la Grèce, le second l'Irlande. La crise financière en Europe est tout simplement trop vaste et trop interconnectée pour être traitée au niveau national. Les pertes devraient soit être répercutées sur les investisseurs qui, dans toute l'Europe, avaient profité des modèles économiques non viables des banques, soit hissées au niveau d'un plan de sauvetage européen coordonné. Le fait de « faire comme si » sur une base nationale n'a fait que transformer les crises bancaires en

crises budgétaires, ce qui a accentué les incertitudes tout en détournant l'attention du véritable problème.

IV

Pour se défendre, les légalistes de la BCE soutiendraient que le mandat de la banque centrale ne lui donnait qu'un objectif, la stabilité des prix. Ils pouvaient en déduire une obligation de maintenir le fonctionnement des marchés financiers européens et des banques européennes. Et Trichet justifierait ainsi son ingérence dans les affaires grecques et irlandaises, et ailleurs. En revanche, la BCE ne serait pas censée s'intéresser au bien-être économique de la zone euro ou de ses États membres dans un sens plus large. C'est une interprétation délibérément simpliste et conservatrice[73]. Qui s'est révélée ruineuse pour la zone euro. La crise ne commencerait à être surmontée que lorsque la BCE entreprendrait de se sortir de cette logique.

La Fed n'a jamais adopté une vision aussi étroite. Elle a pour mandat de préserver la stabilité des prix et de maximiser l'emploi. Cela découle d'un débat de politique économique plus général dans les années 1970. Mais c'est profondément ancré dans l'ADN organisationnel de la Fed à cause du souvenir de la Grande Dépression. La catastrophe déflationniste des années 1930 a été l'événement déterminant de l'histoire de la Fed. C'est cette histoire que Bernanke s'était engagé à ne pas répéter. En 2010, les États-Unis ont survécu au pire de la crise. Mais ils sont loin d'avoir complètement récupéré. Le marché immobilier est encore sous le choc. Le pourcentage de prêts hypothécaires sur des biens en voie d'être saisis atteint un sinistre record au cours de l'hiver 2010-2011, à 4,64 %, soit plus de 2 millions de logements. Depuis le début de 2010, Bernanke sonne l'alarme à propos d'un resserrement excessif de la politique budgétaire. Dans l'après-midi du 3 novembre, le lendemain des élections à haut risque au Congrès, la Fed fait connaître sa réponse. À l'issue d'un intense débat interne, le Federal Open Market Committee, le Comité fédéral de l'*open market,* décide de commencer à acheter des titres au taux de 75 milliards de dollars par mois pour les huit prochains mois. C'est le début de la deuxième phase

d'assouplissement quantitatif.

Comment fonctionne exactement l'assouplissement quantitatif reste un sujet de controverse[74]. Les achats à grande échelle d'obligations à court terme entraînent une hausse des prix des obligations et réduisent ainsi les rendements. La réduction des taux à court terme peut aider à juguler les coûts à long terme et donc stimuler les investissements. Mais cela dépend de la présence d'entreprises prêtes à investir, ce qui ne peut être tenu pour acquis en période de crise. L'effet le plus direct de l'assouplissement quantitatif passe par les marchés financiers. À mesure que la banque centrale siphonne les obligations, elle fait baisser les rendements et oblige les gestionnaires d'actifs à rechercher des rendements dans d'autres catégories d'actifs. La conversion des obligations en actions gonfle le marché boursier, augmentant la richesse de ceux qui ont des portefeuilles d'actions, tendant à les rendre plus disposés à investir et à consommer. C'est pour le moins une méthode incertaine et indirecte de stimuler l'économie. En augmentant la richesse des ménages déjà fortunés, il est voué à accroître les inégalités. Les ménages à faible revenu n'ont aucun moyen de participer aux plus-values.

L'assouplissement quantitatif n'a jamais été qu'un expédient d'urgence adopté par la Fed face au blocage de la politique budgétaire au Congrès. La Fed elle-même n'est pas à l'abri de la polarisation de la politique américaine[75]. Le vote du FOMC sur la deuxième phase de l'assouplissement quantitatif s'est déroulé en trois étapes. Une minorité bruyante a fait valoir que le stimulus aurait dû être beaucoup plus important. Les marchés avaient déjà pris en compte l'annonce d'une deuxième phase d'assouplissement quantitatif à 75 milliards de dollars. Pour avoir un impact substantiel, la Fed se doit de surprendre. Bernanke se montre réticent. Il ne veut pas dépasser une certaine « normalité », car cela risquerait de provoquer une certaine anxiété et d'être contre-productif[76]. Comme Bernanke le dit, lors de la réunion, aux détracteurs au sein du comité : « Rien n'est sûr.

[…] Je souhaiterais présenter notre décision aujourd'hui comme une approche médiane, très conservatrice, à savoir que nous reconnaissons que ne rien faire comporte de sérieux risques en termes de poursuite de la désinflation et d'échec de la reprise[77]. » Au FOMC, deux voix s'opposent en outre à la deuxième phase de l'assouplissement quantitatif non sur le fait qu'il est inadéquat, mais parce qu'il serait trop expansionniste.

À l'extérieur des murs de la Fed, les réactions sont moins intenses. Dans le climat politique surchauffé après le triomphe électoral républicain de novembre 2010, la nouvelle selon laquelle la Fed se prépare à « imprimer » des dizaines de milliards de dollars chaque mois fait les gros titres. Du côté de l'aile droite complotiste, l'intervention de Bernanke renforce la conviction que des forces obscures sont à l'œuvre. Glenn Beck avertit ses millions de téléspectateurs républicains sur Fox qu'ils ne doivent pas se laisser leurrer par leur victoire au Congrès ; les rênes du pouvoir sont en réalité entre les mains des inflationnistes de gauche. Ce qui menace l'Amérique, c'est un « moment à la Weimar » hyper-inflationniste[78]. Une liste éminente d'intellectuels conservateurs, dont l'historien Niall Ferguson et Amity Schlaes, du Council on Foreign Relations, se joignent à Sarah Palin pour appeler la Fed à « renoncer[79] ». De manière significative, ils affirment que « le programme d'achat de la Fed a également rencontré une large opposition de la part des autres banques centrales » dans le monde. Ce n'est pas une exagération. Au bout de dix-huit mois de querelles au G20 sur la politique budgétaire, la deuxième phase de l'assouplissement quantitatif a provoqué une fracture ouverte sur la politique monétaire.

C'était prévisible, mais pas nécessaire. Les deux innovations à l'ordre du jour d'octobre et de novembre 2010 – le programme Merkozy de PSI de Deauville et la deuxième phase d'assouplissement quantitatif de Bernanke – auraient pu être complémentaires. Comme l'indique Chopra, du FMI, le programme d'achat d'obligations de la BCE destiné à protéger

les autres membres fragiles de la zone euro des conséquences de la restructuration agressive de la dette en Irlande aurait été le complément idéal. La poussée en faveur des PSI et de l'intervention sur le marché obligataire a été la réponse à l'insuffisance des mesures prises pour la Grèce en mai 2010. Mais dans la zone euro, les deux parties ne se sont jamais associées. Au lieu de considérer l'assouplissement quantitatif comme le complément nécessaire à une résolution plus durable de la crise de la dette dans la zone euro, les conservateurs de Berlin ont pris la tête du front international contre les expériences monétaires.

La Fed annonce la deuxième phase de l'assouplissement quantitatif quelques jours seulement avant le départ du président Obama et de son équipe pour le dernier sommet du G20, cette fois à Séoul. Là, les Américains se heurtent à des critiques sans précédent. Comme l'a dit l'un des fonctionnaires du Trésor américain qui en a été témoin, Séoul était un « *** de spectacle ». Les Brésiliens, en tant que leaders putatifs de la gauche des marchés émergents, dénoncent les risques des capitaux fébriles et accusent Bernanke de pratiquer une dévaluation protectionniste du dollar. Ils mettent en garde contre une « guerre des devises[80] ». Pour les Chinois, l'action de la Fed est le signe que « les États-Unis ne reconnaissent pas [...] leur obligation de stabiliser les marchés financiers », cingle Zhu Guangyao, vice-ministre chinois des Finances. « Ils ne prennent pas non plus en compte l'impact de cette fluidité excessive sur les marchés financiers des pays émergents[81]. » C'est Wolfgang Schäuble qui va le plus loin. Une fois de plus, l'Amérique s'est révélée être un agent du désordre économique mondial. D'abord, elle a causé le fiasco de Lehman. Ensuite, elle a défendu le stimulus. Maintenant, la Fed monétise la dette publique. Lors de la réunion du G20, le ministre allemand des Finances s'en prend à la politique économique américaine, « sans queue ni tête » et susceptible « d'accroître l'insécurité de l'économie mondiale[82] ». La politique de la Fed rend « plus difficile de

parvenir à un équilibre raisonnable entre les pays industrialisés et en développement, et elle sape la crédibilité des États-Unis dans l'élaboration de leur politique financière ». Alors que l'Allemagne a conservé son modèle de réussite à l'exportation qui ne nécessite pas de « tours de passe-passe boursiers », le « modèle de croissance américain » traverse, selon Schäuble, « une crise grave. Les Américains vivent depuis trop longtemps à crédit, ont gonflé artificiellement leur secteur financier et négligé leur base industrielle[83] ».

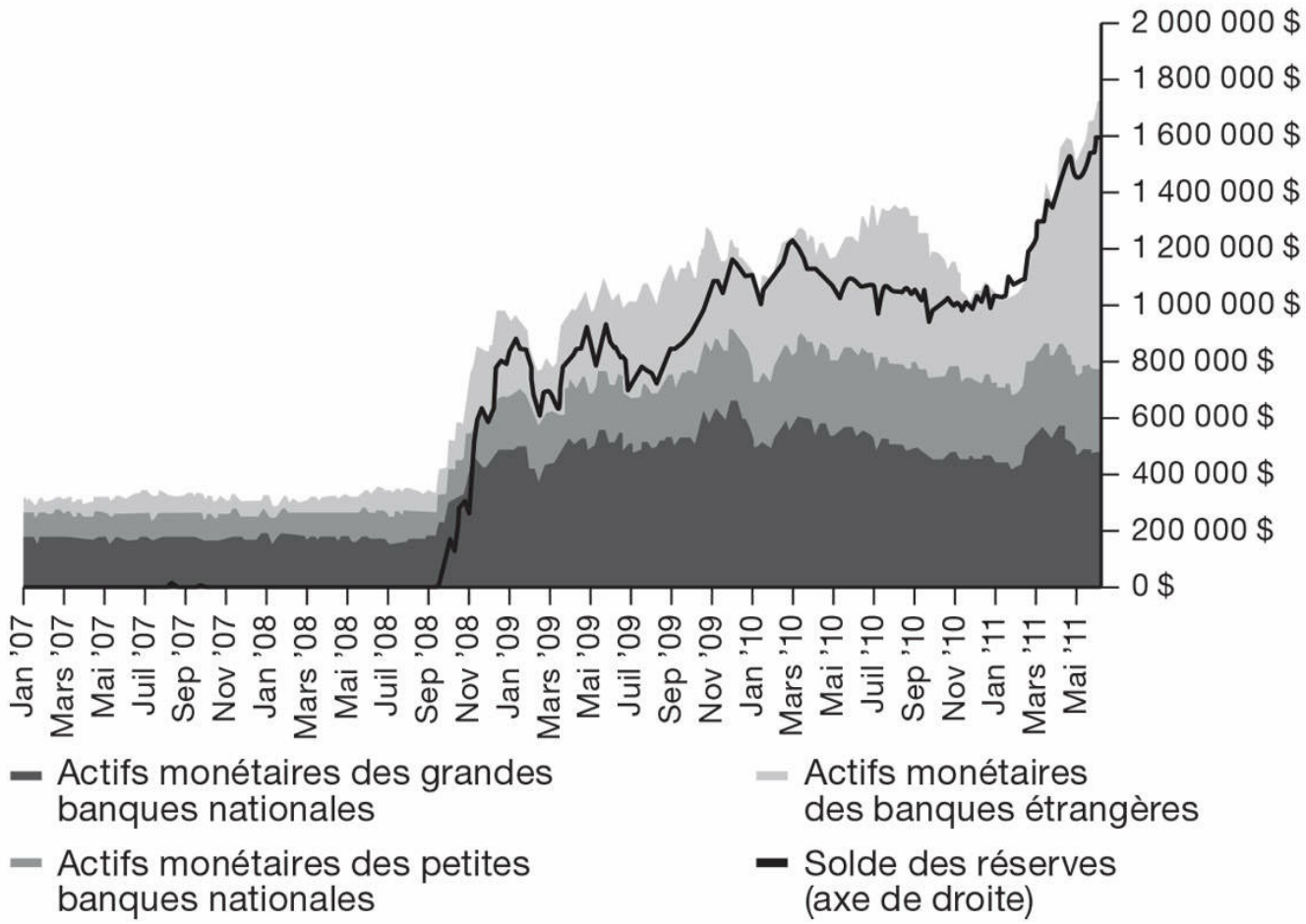
Les Américains ne se rendent pas sans combattre. Tim Geithner rétorque que la véritable source des déséquilibres de l'économie mondiale ne réside pas dans la politique monétaire américaine, mais dans les politiques commerciales mercantilistes de la Chine et de l'Allemagne. La Fed ne déprécie pas délibérément le dollar. Elle vise la situation interne, pas le taux de change[84]. Si d'autres souhaitent empêcher que leur monnaie s'apprécie, il leur suffit de répondre à la politique de taux d'intérêt de la Fed par leur propre expansion. Ce que les critiques ont qualifié de « guerre des devises » pourrait ainsi se transformer en un programme global d'expansion monétaire, contrant le glissement vers une récession à double creux non seulement aux États-Unis, mais aussi en Europe. S'ils choisissent de ne pas se joindre à la relance, ils n'ont alors qu'à laisser leur monnaie s'apprécier, ce qui, comme le prône Washington depuis le début des années 2000, rétablirait naturellement l'équilibre. Ce sont la dépendance de l'Allemagne vis-à-vis des exportations et la détermination de la Chine à rattacher sa monnaie qui ont placé les États-Unis aux commandes. Si elles veulent profiter de la demande globale américaine, elles devraient au moins avoir l'élégance de le faire discrètement. Et en cas de griefs, suggère Geithner, pourquoi ne pas autoriser le FMI à reprendre le projet entamé avant la crise, un projet de surveillance et de contrôle des déséquilibres internationaux, non seulement le déficit américain, mais aussi les excédents de la Chine et de l'Allemagne[85]. L'Allemagne n'admettrait jamais que son excédent

commercial soit autre chose que la récompense de sa compétitivité et de ses compétences dans le domaine de la production. Cet échange n'a d'autre effet que d'accoucher d'un moment d'une irréalité vertigineuse. Alors que des dizaines de millions de personnes se retrouvent sans travail et que l'État-providence européen a été vidé de sa substance à la demande de la troïka, Fox News terrorise les téléspectateurs avec des images de Ben Bernanke en apprenti sorcier qui déchaîne une hyperinflation weimarienne tandis que le ministre allemand des Finances rejette une proposition du secrétaire américain au Trésor parce qu'elle rappellerait le temps sinistre de la « planification économique » à la soviétique[86].

Si Berlin dénonce l'assouplissement quantitatif comme étant une source d'instabilité, les banques européennes adoptent un point de vue très différent. Pour chaque milliard de dollars de titres que la Fed a achetés, elle a crédité un compte avec un montant correspondant de dollars. Mais qui détient ces comptes en dollars auprès de la Fed et donc « finance » l'assouplissement quantitatif ? Comme le montrent les statistiques de la Fed, ce ne sont pas les banques américaines qui ont profité de l'assouplissement quantitatif pour réduire d'importants portefeuilles d'obligations et détenir des liquidités, même si certains fonds de pension et fonds communs de placement américains ont vendu des obligations à la Fed. Les banques les plus impliquées dans la deuxième phase de l'assouplissement quantitatif ne sont pas américaines, mais européennes, réduisant leurs portefeuilles de titres américains et accumulant les liquidités de la Fed[87]. À partir de novembre 2010, on constate une identité presque totale entre l'expansion du bilan de la Réserve fédérale et l'expansion des soldes de trésorerie en dollars détenus par les banques non américaines avec la Fed. Ce qui suggère que, loin d'accroître l'insécurité de l'économie mondiale, la Fed a en fait agi comme la tirelire du monde. Alors que la zone euro revient en titubant vers la crise, les banques européennes abandonnent l'accord de statu quo de mai 2010.

Elles délocalisent l'argent hors d'Europe, réduisent leurs activités aux États-Unis, assainissent leurs bilans et accumulent un énorme volume de liquidités. Grâce à la deuxième phase de l'assouplissement quantitatif, elles maintiennent cette réserve de liquidité non auprès de la BCE, mais auprès du garant ultime du système financier mondial, la Fed. Ce n'est pas une recette favorable à l'expansion économique. Mais en l'absence de solution à la crise de la zone euro, cela promet au moins la création d'un coussin de stabilité.

Liquidités des petites/grandes banques nationales et étrangères par rapport aux réserves de la Fed (en millions de $)



Source : Federal Reserve, « Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States – H.8 », https://www.federalreserve.gov/releases/h8/current/default.htm. Consulté le 1er mars 2018.

Chapitre 16

UN MONDE SANS G

L'engagement en faveur de l'austérité en 2010 suscite la colère et l'impatience des économistes critiques. Pourquoi le monde s'est-il lancé dans une voie si manifestement contre-productive et si néfaste pour les perspectives de dizaines de millions de chômeurs dans le monde ? Qui a intérêt à préserver cette armée de réserve ? s'interroge Paul Krugman dans le *New York Times* [1]. Qui a intérêt à ce débat biaisé sur le déficit où d'infimes hausses d'impôts sont consenties en échange de monstrueuses réductions des prestations ? Quel genre de choc faudrait-il pour sortir de cette impasse ? Les exemples historiques ne poussent pas à l'optimisme. Le New Deal de FDR n'avait pas suffi. Il avait été entravé par sa propre timidité et par l'opposition incessante de la droite[2]. Pour libérer toutes les capacités de l'État américain, il avait fallu une urgence nationale, une guerre. « Le fait est que, insiste Krugman, la Grande Dépression s'est terminée en grande partie grâce à un type du nom d'Adolf Hitler. Il a provoqué une catastrophe humaine, ce qui a également entraîné de nombreuses dépenses gouvernementales[3]. » Cela ne signifie pas que Krugman appelle de ses vœux la Troisième Guerre mondiale. Mais il ne peut pas s'empêcher de déclarer au magazine *Playboy* que « si on nous annonçait que nous allions être confrontés à une menace extraterrestre et que nous devions produire pour nous défendre, nous aurions le plein-emploi en un an et demi ». Si l'on considère les événements de 2011, on ne peut que se demander si Krugman n'aurait pas attribué une trop grande cohérence à la politique du XXIe siècle.

L'année débute en effet par un séisme géopolitique : le Printemps arabe. Et conformément au scénario de Krugman, cela déclenche des interventions militaires et des appels à

un plan Marshall pour le Moyen-Orient[4]. Mais après l'Afghanistan et l'Irak, personne n'a très envie d'aller aider des nations à se construire à l'étranger. Parmi les commentateurs conservateurs, l'inquiétude suscitée par le renversement des dictateurs arabes alliés et la consternation face à l'assouplissement quantitatif de Bernanke se mêlent en un cocktail enivrant. Un éditorial du *Wall Street Journal* établit des comparaisons avec les années 1970, quand l'inflation mondiale avait contribué à la chute du shah et à la révolution de Khomeiny en Iran[5]. Maintenant, en « imprimant de l'argent » et en augmentant les prix des matières premières, c'est le programme d'assouplissement quantitatif de la Fed qui déstabilise le monde. Alors que la dictature s'effondre en Tunisie et en Égypte, les activistes des réseaux sociaux conservateurs exhortent leur auditoire à tweeter « Bernanke a du sang sur les mains[6] ». La presse de gauche riposte : ce n'est pas la politique monétaire qui est responsable du prix élevé des matières premières et des émeutes de la faim, mais le réchauffement climatique. Une réplique qui permet à Paul Krugman d'assimiler l'opposition conservatrice à l'assouplissement quantitatif à la négation du changement climatique[7]. Ce n'est pas tant un débat sérieux sur le Printemps arabe que la preuve que le discours politique américain déraille de plus en plus.

L'Europe est plus proche des drames qui se jouent en Afrique du Nord, mais sa réaction n'est guère plus cohérente. La France, la Grande-Bretagne et l'Allemagne se brouillent au sujet de l'intervention de l'OTAN en Libye, l'Allemagne rejoignant, comme elle l'a fait au G20 de Séoul, la Chine et la Russie. Le gouvernement de Merkel refuse de voter en faveur de la campagne aérienne contre Kadhafi au Conseil de sécurité de l'ONU. Pendant ce temps, l'UE se dispute honteusement sur la question de savoir qui devrait accueillir les réfugiés et les migrants désespérés qui déferlent en Italie en transitant par la Libye. Une attitude peu enthousiasmante qui vient s'ajouter à la crise qui sévit dans la zone euro. Au cours de l'été 2011, ce n'est

pas seulement la stabilité des régimes du Moyen-Orient qui est remise en cause, mais la solvabilité de l'Italie et des États-Unis. Il n'est peut-être pas surprenant que deux observateurs chevronnés de la scène contemporaine décrivent le monde de 2011 comme étant gouverné moins par le G20, le G8 ou le G2 que par le G-Zéro[8].

I

Au printemps 2011, l'austérité fait des ravages dans le tissu social de l'Europe. Les coupes budgétaires et les augmentations d'impôts réduisent la demande et affaiblissent l'activité économique. Dans la zone euro, 10 % de la population active sont au chômage. Mais le chômage des jeunes de 15 à 24 ans atteint les 20 %. Et dans la périphérie en difficulté, les chiffres sont d'un niveau insupportable. En Irlande, le chômage global atteint 15 % et le chômage des jeunes 30 %, en Grèce, 14 % et 37 % respectivement. En Espagne, 20 % des adultes et 44 % des jeunes sont au chômage à l'été 2011. La moitié d'une génération a raté son entrée dans la vie active. Néanmoins, on ne cesse de réclamer de nouvelles mesures d'austérité. Après que l'Irlande et la Grèce se sont subordonnées aux programmes de la troïka, le 23 mars 2011, le Premier ministre portugais, José Sócrates, démissionne, ayant échoué à obtenir un soutien pour des compressions budgétaires. Une semaine plus tard, le 2 avril, le Premier ministre social-démocrate espagnol, José Luis Rodríguez Zapatero, annonce qu'il ne se représentera pas et que la priorité sera de stabiliser les finances de l'Espagne. Le 7 avril, le Portugal devient le troisième pays à se soumettre à un programme de la troïka[9].

Le sentiment que l'État-providence européen est victime de coupes systématiques pour satisfaire les exigences des banquiers et des marchés obligataires suscite l'indignation. Stéphane Hessel, ancien résistant et activiste écologique français, rescapé de Buchenwald, Dora et Bergen-Belsen, connaît un incroyable succès avec son manifeste qu'il n'aurait pu publier à un meilleur moment, *Indignez-Vous !*[10] Pour s'opposer aux exigences de la finance mondiale, Hessel invoque le martyr de la résistance Jean Moulin, mort en 1943, aux mains de la Gestapo. Reprenant le slogan de Hessel le 15 mai 2011, à la veille des élections municipales, une foule de 20 000 manifestants espagnols occupe la place la plus emblématique de Madrid, la Puerta del Sol. Les indignés resteront là pendant un mois, au mépris des efforts

de la police et des tribunaux pour les expulser[11]. Ils dressent une ville de tentes, et déclarent : « Nous ne sommes pas des biens entre les mains des politiciens et des banquiers[12]. » Et le mouvement M15 se poursuit longtemps après que leur camp d'origine a été démantelé. Le 19 juin 2011, on assiste à la plus grande vague de manifestations de l'histoire moderne et tumultueuse de l'Espagne, qui fait descendre dans la rue peut-être jusqu'à 3 millions de personnes – 7 % de la population espagnole[13]. À l'échelle des États-Unis, une manifestation équivalente aurait impliqué 19 millions de contestataires. Parmi les chants les plus humoristiques que scandent les Espagnols, l'un d'eux vise les Grecs, leurs partenaires dans l'austérité : « Chut ! Les Grecs dorment. » En 2010, la Grèce avait été secouée par des manifestations massives. Mais depuis l'automne, la résistance en Grèce a faibli. Le 28 mai 2011, Athènes répond au défi espagnol et à la dernière série de coupes exigées par la troïka par l'occupation de la place Syntagma. Une semaine plus tard, le 5 juin, un rassemblement gigantesque attire entre 200 000 et 300 000 participants dans la capitale. Syntagma ne sera dégagée qu'après de violents affrontements, les 28 et 29 juin, opposant des militants révolutionnaires à la police antiémeute, dont beaucoup de membres ne cachent pas leur sympathie pour le mouvement néofasciste de l'Aube dorée.

Sur le plan politique, la crise a pour conséquence le retour vigoureux d'un nationalisme renaissant, qui défend la souveraineté face aux contraintes imposées de l'extérieur. Ce retour comporte des variantes à gauche et à droite. L'une et l'autre sont particulièrement actives en Grèce, où le diktat de la troïka a réveillé le souvenir de l'occupation, de la guerre civile et de la dictature. À gauche, les manifestations de 2010 et 2011 ont tendance à associer le veto de l'Allemagne sur la politique économique de la zone euro à l'impérialisme nazi. Au même moment, les fascistes de Grèce défilent ouvertement dans les rues[14]. Les membres du parti l'Aube dorée raffolent de processions aux flambeaux, décorées de drapeaux ornés de runes,

encadrées par des troupes de choc lourdement équipées. Les membres de l'Aube dorée harcèlent et agressent les gauchistes et les immigrés non européens, tout en distribuant des vivres, réservées bien entendu aux Grecs affamés. Reproduisant à la perfection le schéma des années 1930, une crise sociale et économique globale favorise la mise en place d'un programme national d'exclusion raciale.

Chaque type de résistance engendré par la crise est significatif. Marches, manifestations et grèves sont associées à des campements, des occupations de territoire. Les espaces publics, entretenus et modernisés de façon spectaculaire durant les années de prospérité, sont détournés au profit d'un mode de vie alternatif[15]. En Grèce, le rejet de la troïka se traduit par le non-paiement des taxes et des amendes. En Espagne, où 500 000 familles sont menacées d'expulsion et où les gens ploient sous le poids de dettes impayables – les débiteurs hypothécaires ne sont pas protégés de la faillite par la loi –, les manifestants se spécialisent dans de nouvelles formes de confrontation directe et non violente[16]. Dans le cadre de ce que l'on appelle des *escraches,* des rassemblements éclairs sont organisés via les réseaux sociaux, pour « se mettre sous le nez des politiciens », afin de forcer les élites indifférentes à reconnaître l'ampleur et la gravité de l'urgence[17]. Si les marchés ont le droit de paniquer, pourquoi les citoyens seraient-ils censés adopter un comportement correct ? Pourquoi n'y a-t-il que la « confiance » des investisseurs qui compte[18] ?

La nouvelle gauche qui commence à prendre forme en réaction à la crise de la zone euro finirait à terme par ébranler la politique européenne[19]. En Grèce, la coalition de la gauche radicale, connue sous le nom de Syriza, assemblage de mouvements antimondialisation et d'éléments dissidents du parti communiste qui s'est formé dix ans plus tôt, se présente, sous la férule de son jeune leader charismatique Alexis Tsipras, comme une alternative radicale au PASOK, comme un parti désireux de guider le peuple grec dans sa lutte contre

les oligarques et la troïka à Bruxelles[20]. Parmi les manifestants de 2011 en Espagne, citons le professeur de sociologie politique et animateur de talk-show de gauche Pablo Iglesias, qui allait devenir le principal moteur du parti Podemos, fondé en 2014[21]. Comme Syriza, les militants de Podemos ont librement recours à la langue du « peuple » pour rassembler une large coalition contre la ligne d'austérité du gouvernement[22]. Podemos défend la cause de « la *gente* » contre « la *casta* » – la clique corrompue qui cherche à voler « la démocratie au peuple[23] ».

En Grèce et en Espagne, la politique ne sera plus jamais la même. La crise est passée de la sphère financière à la sphère politique. Mais au printemps 2011, les gouvernements en place gardent leurs distances vis-à-vis des manifestations. Ce qui va entraîner un changement de politique, ce n'est pas la contestation, aussi passionnée et imaginative soit-elle, mais la réalisation inéluctable que le « faire comme si », ce « rafistolage » bricolé en 2010, ne fonctionne tout simplement pas.

II

La situation de la Grèce se détériore. Athènes met en œuvre des mesures d'austérité, mais le fardeau de la dette par rapport au PIB augmente au lieu de diminuer. La réduction des dépenses publiques n'a pas eu l'effet énergisant que les partisans de l'austérité expansionniste avaient escompté sur l'activité des entreprises privées, mais plutôt l'inverse[24]. Les dépenses de consommation et les investissements ont chuté. À mesure que la demande s'est effondrée, cela a entraîné de nouvelles pertes d'emplois et une baisse des recettes fiscales. Au début de l'été 2011, il est clair que la Grèce ne sera pas en mesure d'accéder aux marchés des capitaux en 2012, comme on l'avait supposé. Cela signifie que les Européens vont devoir proposer de nouveaux prêts ou trouver un moyen de réduire les obligations de la Grèce avant l'échéance de 2013. Le FMI ne continuera pas à verser de l'argent pour un programme qui n'est pas entièrement financé. Un an après la crise du printemps 2010, la patience de Berlin est également à bout. Lors d'une réunion du G7, le 14 avril, Strauss-Kahn ayant exposé les termes du FMI, Schäuble intervient. « Nous ne pouvons pas nous contenter de racheter les parts des investisseurs privés avec des fonds publics », admoneste-t-il[25]. La coalition de Merkel est fragile. Le FDP est ouvertement eurosceptique. Le SPD, en échange de son soutien à Merkel sur l'Europe, exige que les détenteurs d'obligations ne soient pas remboursés. Mais la Commission européenne et le gouvernement français s'y opposent et Trichet est prêt à tout pour éviter une restructuration. Lorsque, le 6 avril, les Grecs demandent formellement à débattre d'un reprofilage – une restructuration de la dette non pas en réduisant les montants dus, mais en prolongeant la période de paiement et les intérêts dus –, Trichet les repousse en menaçant de cesser de soutenir les banques grecques[26].

La position de la BCE n'est pas que négative. Ce que veut Trichet, c'est que les gouvernements nationaux s'occupent de

la stabilisation des marchés obligataires dont se charge la BCE depuis mai 2010. Le Fonds européen de stabilité financière sur lequel se sont entendus les gouvernements européens le 10 mai 2010 a commencé à fonctionner. C'est par lui que passent les prêts de renflouement destinés à l'Irlande et au Portugal. Mais son statut juridique est fragile. Son financement est volontaire et bilatéral. Et il ne doit être utilisé qu'en cas d'urgence, pour acheter de nouvelles dettes émises par des États exclus du marché des capitaux. Il n'est pas autorisé à faire ce qui a été confié sur la BCE, à savoir l'achat d'obligations sur le marché secondaire pour stabiliser les prix et les rendements. Pour Merkel, la mise en place d'un fonds européen commun pour la stabilisation du marché obligataire est un poison politique, car c'est une solution qui frise la mutualisation de la dette, avec toutes les ramifications politiques et juridiques que cela implique. Si la Bundesbank n'apprécie guère les achats d'obligations de la BCE, cela peut encore être considéré comme une intervention de routine de la banque centrale. Pour Merkel, le fait d'en laisser la responsabilité à Trichet est un moindre mal.

C'est la contradiction fondamentale de la position allemande. L'Allemagne n'est pas que le défenseur acharné de l'austérité. C'est aussi elle qui se montre la plus cohérente et la plus clairvoyante en matière de restructuration et de PSI. Mais pour ce qui est des éléments connexes, à commencer par le soutien au reste du marché obligataire, Berlin fait preuve d'inconstance et d'incohérence. Berlin n'a pas non plus fait montre d'une grande énergie dans la recapitalisation de ses banques, laissant Hypo Real Estate et les Landesbanken plus faibles devenir des poids morts. Tendre la main aux créanciers sans soutenir le marché obligataire et renforcer les banques, ce n'est pas tant une politique responsable qu'un exercice de haute voltige qui suscite l'horreur de la BCE, des Français et des Américains. Et c'est encore là l'interprétation la plus charitable des motivations de Berlin. Selon une lecture moins charitable, l'Allemagne serait engagée dans une stratégie de tension, favorisant délibérément

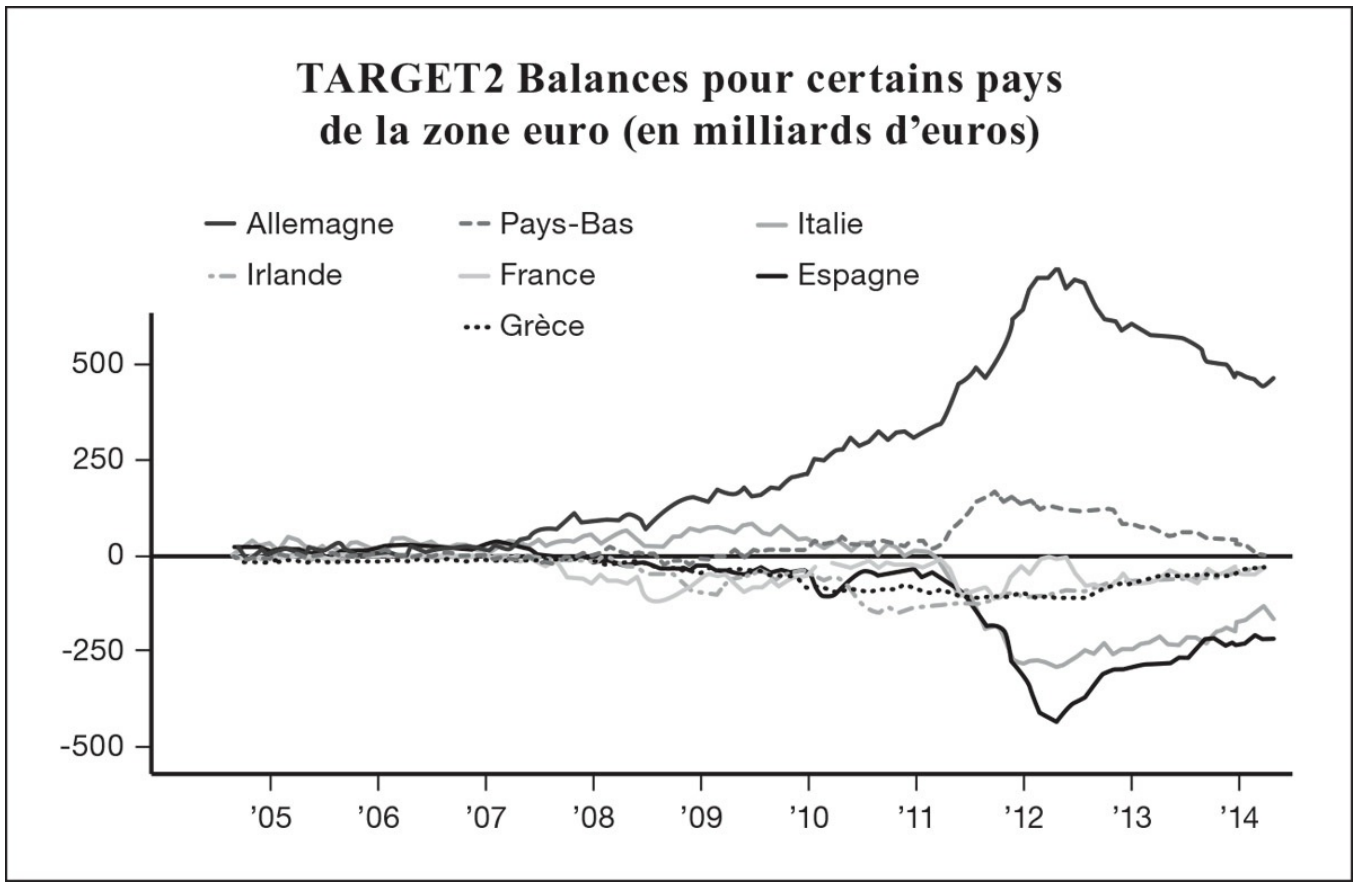
l'incertitude du marché pour contraindre le reste de la zone euro à se soumettre[27]. Pendant ce temps, l'Allemagne jouit des privilèges d'un refuge sûr. Alors que les PIIGS souffrent de rendements en hausse, les taux d'intérêt de l'Allemagne descendent inexorablement vers la borne du zéro. L'incertitude dans la zone euro n'est pas bonne pour les exportations. Mais les exportations de l'Allemagne vers le reste du monde sont en plein essor. Les marchés du travail se contractent. Les rues agitées de Madrid et d'Athènes sont loin de la richesse et de la complaisance de Munich ou de Francfort. Berlin peut se permettre d'attendre.

Pour Trichet et ses collègues de la BCE, le statu quo est inacceptable. Après des mois d'achat d'obligations, au printemps 2011, ils se retrouvent les heureux propriétaires de 15 % de la dette publique grecque. Quand de nouvelles négociations sur l e mécanisme européen de stabilité, censé remplacer de façon permanente le FESF, ne permettent pas l'achat d'obligations sur le marché secondaire, c'en est fini de la patience de la BCE. Pour Francfort, ça suffit. Officiellement, le durcissement de la position de la BCE se justifie par la politique de taux d'intérêt. Alors que la crise de la zone euro repart en avril et juillet 2011, la BCE, prenant l'une des décisions les plus erronées de l'histoire de la politique monétaire, relève ses taux[28]. À sa décharge, il est vrai que l'économie de la zone euro se redresse. L'asymétrie entre la prospérité relative de l'Europe du Nord et celle du reste de l'Union est bien réelle. Mais la décision de la BCE a clairement vocation de signal politique. La BCE affirme son indépendance. Elle met en garde les gouvernements européens. Ce serait à eux d'endosser la responsabilité des marchés de la dette[29]. Et les taux d'intérêt ne sont pas la seule façon de faire passer le message. En effet, à la mi-mars, sans tambour ni trompette, sans annonce publique d'aucune sorte, la Banque centrale européenne met fin aux achats d'obligations souveraines de la zone euro et introduit des décotes différenciées sur les repos pour les obligations moins bien notées[30].

Il faut quelques semaines aux marchés pour prendre la mesure de ce resserrement sévère des conditions de crédit. Puis ils se mettent à vendre. L'écart de rendement entre les obligations de la zone euro les plus sûres et les plus risquées augmente fortement. L'écart grec atteint 1 200 points et cette fois, la peur change de visage. En 2010, les marchés sont intervenus contre des pays individuels, d'abord la Grèce, puis l'Irlande. Maintenant, un mur d'argent fonce contre la zone euro dans son ensemble. Parmi les indicateurs clés, citons les fonds monétaires américains, qui contribuent largement à la trésorerie des banques européennes grâce à leur financement, ainsi que d'énormes sources de liquidités gérées par des géants de la gestion d'actifs tels que BlackRock. Alors qu'au début de 2011, ils fournissaient encore jusqu'à 600 milliards de dollars de financement aux banques européennes, à partir du printemps, ils réduisent considérablement leur exposition[31]. Au cours de l'année, ils diminueraient leur engagement envers les banques européennes de 45 %. Les banques françaises sont particulièrement touchées. Même les géants comme BNP ne sont pas épargnés. À Wall Street désormais, non seulement on parie gros sur le défaut des emprunteurs les plus faibles – au printemps, S & P mise sur une réduction de 50 à 70 % de la dette grecque et calcule qu'il y a une chance sur trois que l'on assiste à un défaut pur et simple –, mais les investisseurs parient sur l'effondrement de l'euro lui-même. Les gérants de fonds spéculatifs les plus agressifs déplacent leur argent dans un sens, puis dans l'autre, parient contre le dollar en raison de la hausse des taux d'intérêt de la BCE, puis ont pris d'énormes positions contre les souverains européens, les banques et les autres valeurs vulnérables[32]. Les grands noms de Wall Street, comme le roi des obligations Bill Gross, de PIMCO, et John Paulson, héros des fonds spéculatifs de 2008, font savoir qu'ils sont baissiers sur l'Europe. Ils ont toujours été sceptiques quant à la zone euro, certes, mais avec la BCE et les gouvernements nationaux en désaccord, les Européens donnent l'impression de vouloir

s'autodétruire, et il y a aussi de l'argent à gagner là-dessus.

Ce ne sont pas seulement les finances américaines qui signalent leur manque de confiance. La zone euro est le théâtre d'un gigantesque mouvement interne de fonds. Ce mouvement est identifié dans un appendice jusque-là méconnu de l'Eurosystème, mais qui ne va pas tarder à acquérir une certaine notoriété, les soldes TARGET2[33]. Quand l'argent a fui les comptes bancaires en Grèce, en Irlande, en Espagne et au Portugal à la recherche de sécurité, il s'est déplacé en Allemagne et ailleurs dans le noyau dur de la zone euro. Si les marchés de financement fonctionnaient normalement, les banques périphériques en difficulté auraient trouvé un financement de remplacement sur les marchés interbancaires sans déranger leurs banques centrales. Après tout, les banques bénéficiaires dans le nord sont riches en capitaux en fuite, et leurs homologues grecques sont prêtes à leur offrir de bons taux. Mais les prêts interbancaires en Europe n'ont jamais récupéré des chocs de 2007 et de 2008 et ont encore souffert de la panique d'avril 2010. Par conséquent, les banques périphériques vont plutôt puiser leur financement dans leurs banques centrales nationales, qui, n'étant plus les émetteurs souverains de monnaie nationale, ont retiré leurs euros du siège de la BCE à Francfort, tandis que la Bundesbank et d'autres récipiendaires d'argent en fuite accumulent les crédits. Soudain, au printemps 2011, grâce notamment aux agissement dans la presse de l'économiste Hans-Werner Sinn, le public allemand a la stupeur d'apprendre une nouvelle choquante et tout à fait trompeuse : ils seraient secrètement en train d'accorder un énorme « crédit » à la périphérie[34]. Des centaines de milliards d'euros seraient « condamnés » si le système monétaire s'effondrait.



Source : Bruegel, Banques centrales nationales.

Cette interprétation alarmiste des données comptables devrait être considérée moins comme une analyse économique que comme un symptôme de la perte de légitimité croissante du système euro. Le solde enregistré par TARGET2 n'était pas un « prêt » de l'Allemagne au reste du système. Les soldes TARGET2 sont la contrepartie compensatrice officielle d'un énorme mouvement de fonds privés sur les comptes bancaires allemands en provenance de la périphérie de la zone euro. Certains de ces fonds en mouvement proviennent de riches entreprises grecques ou espagnoles. Mais ce sont en grande partie les investisseurs allemands qui rapportent leurs euros chez eux. Ils y parviennent sans risque de perte de change ou d'une appréciation massive du mark allemand, ce qui nuirait aux exportateurs allemands, grâce à l'union monétaire et au système de compensation de la BCE. Sinn aime terrifier ses lecteurs à l'aide de scénarios sombres dans

lesquels un effondrement de l'euro entraîne une perte des créances comptables de l'Allemagne sur la BCE. C'est une perspective sinistre, inquiétante. Mais une chose est sûre : les fonds que les investisseurs inquiets ont déjà mis en sécurité en Allemagne ont très peu de chances de repartir. Ce dont l'Allemagne tire profit n'est pas sans rappeler le privilège exorbitant dont jouissent les États-Unis dans l'économie mondiale. En période de tension, les devises mondiales passent au dollar. Dans la zone euro, les devises déménagent en Allemagne[35]. C'est un privilège qui se mesure par l'écart de rendement. À mesure que les rendements des obligations des pays en crise augmentent, ceux sur les Bunds s'assouplissent. C'est un des facteurs qui ont alimenté la bulle de prospérité de l'Allemagne. Il est symptomatique du discours fébrile qui entoure la crise qu'un afflux de fonds en Allemagne ait pu être considéré comme un fardeau.

III

En mai 2011, la confiance est si fragile qu'une réunion secrète de l'Eurogroupe est convoquée à la hâte au Luxembourg. Prévue pour le vendredi 6 mai, elle a pour objectif de rétablir l'unité et la cohérence. Au lieu de cela, elle dégénère en désastre en termes de relations publiques. Quand Schäuble insiste sur le fait qu'ils devraient commencer par discuter de la restructuration et des PSI, Trichet sort en claquant la porte. Il refuse de prêter l'oreille à des propos de ce genre. Or, il n'est pas simple de continuer sans lui, car le seul moyen de maintenir en vie les banques grecques, c'est le soutien de la BCE[36]. Personne ne tient à envisager de devoir les restructurer également. Lorsque le *Spiegel* a vent de la réunion et que les marchés américains commencent à réagir, le porte-parole de Jean-Claude Juncker, ancien Premier ministre luxembourgeois et président de l'Eurogroupe, dément catégoriquement toute réunion[37]. Quelques heures plus tard, le même porte-parole est bien obligé d'admettre que les dirigeants se sont effectivement rencontrés. « Il y avait une très bonne raison de nier que la réunion avait lieu, déclare-t-il aux journalistes assemblés. Wall Street ouvrait à ce moment-là. » L'euro était en chute libre. Le mensonge était une question « d'instinct de conservation ». Quand le *Wall Street Journal* demande si ce genre de comportement ne va pas saper la « confiance du marché dans les futures déclarations en provenance de la zone euro », le porte-parole de Juncker rétorque que le marché ne tenait déjà manifestement pas compte des commentaires du président de la BCE Trichet et de la ministre française des Finances, Lagarde. Quoi qu'ils puissent dire au sujet de la dette de la Grèce, « personne ne semble le croire ». Alors, quel mal supplémentaire pourrait bien causer un mensonge utile ? Juncker lui-même en vient à des conclusions tout aussi sévères : « La politique monétaire est un problème grave, constate le président de l'Eurogroupe lors d'une audience en avril. Nous devrions en discuter en secret, à l'Eurogroupe […].

Si nous faisons part de décisions possibles, nous alimentons les spéculations sur les marchés financiers et nous précipitons surtout dans la misère les gens que nous essayons de protéger [...]. Je suis pour des débats secrets, sombres [...]. Je suis prêt à ce que l'on me reproche de ne pas être assez démocratique, mais je veux être sérieux [...]. Quand les choses deviennent sérieuses, il faut mentir[38]. » En mai 2011, les efforts déployés pour défendre l'indéfendable, pour maintenir le « faire comme si », ont pour conséquence une perte totale de crédibilité et de cohérence dans la communication sur la politique économique de la zone euro. Juncker ne se distingue que parce qu'il estime qu'il n'est pas nécessaire d'enjoliver les choses, ce qui, vu depuis un petit paradis fiscal bourgeois comme le Luxembourg, était peut-être vrai. Mais, projeté sur la scène plus grande de l'UE, le « réalisme » de Juncker avait des répercussions plutôt déconcertantes.

La crédibilité de l'Europe s'étiolant, l'heure est à une « remise à zéro », une intervention claire qui rétablirait ladite crédibilité et empêcherait que la crise de confiance ne s'aggrave. C'est ce que semble avoir à l'esprit Dominique Strauss-Kahn, en tant que chef d u FMI, lorsqu'il programme des rencontres, d'abord avec Angela Merkel et ensuite avec l'Eurogroupe, pour la mi-mai 2011. Strauss-Kahn « allait faire pression en faveur de la mise en place d'un grand pare-feu, se souvient un haut responsable américain. Nous attendions beaucoup des résultats de ces rencontres[39]. » Au sein du FMI, une nouvelle vague d'opposition au « faire comme si » est en train de monter. L'équipe irlandaise du Fonds n'a jamais été satisfaite de l'accord inéquitable imposé à Dublin par la BCE et le G7 en novembre 2010. Les problèmes de l'Irlande, souligne Ajai Chopra, ne sont pas simplement de nature irlandaise, « ils sont un problème européen commun » qui nécessite une action européenne conjointe[40]. Il faut renforcer le FESF, en lui conférant davantage de ressources et une plus grande autorité pour intervenir. En outre, comme l'a montré l'Irlande, les banques européennes sont si grandes que seuls les plus grands États sont en mesure de les renflouer. Donc,

Chopra insiste sur le fait que si les banques ne peuvent pas lever suffisamment de capitaux de sources privées, il devrait y avoir une recapitalisation coordonnée dans toute l'UE[41]. Un an plus tôt, en mars 2010, Strauss-Kahn avait mis les Européens au défi de créer une autorité de résolution bancaire en cofinancement[42]. Sans cela, toute mesure de restructuration majeure de la dette était dangereuse à envisager.

En mai 2011, le FMI a clairement formulé la logique fondamentale d'une solution pour la zone euro qui irait au-delà du « faire comme si », et Strauss-Kahn semble décidé à la transmettre. Mais quelques minutes avant son départ de JFK, le 14 mai, le directeur général du FMI est extrait par la force de son avion par des agents de la police de New York pour répondre à des accusations d'agression sexuelle et d'emprisonnement illégal. C'est un incroyable retournement. Une grande partie de l'opinion européenne est en émoi face au spectacle d'une personnalité aussi importante humiliée, menottes aux mains, dans un tribunal de New York. La présomption d'innocence n'existait-elle donc pas en Amérique[43] ? En France, ceux qui ne rejettent pas la faute sur les Américains s'en prennent à Sarkozy, soupçonné par beaucoup d'avoir comploté pour éliminer Strauss-Kahn, rival potentiel à la prochaine présidentielle[44].

Pendant ce temps, l'espoir que le FMI puisse sortir la zone euro de sa paralysie s'est évaporé et le Fonds n'a plus de directeur général. La question de la succession rouvre une plaie douloureuse. En 2007, il avait été promis aux marchés émergents que le prochain patron du FMI serait l'un des leurs. Maintenant, face à la crise de la zone euro, d'aucuns font valoir que, puisque le FMI est profondément impliqué en Europe, il est essentiel de placer un Européen aux commandes. Si des Latino-Américains, des Asiatiques ou des Africains avaient eu la témérité d'invoquer pareil argument, on ne peut qu'imaginer la réaction que cela aurait provoquée. Les Européens ne cillent même pas. Leur candidate pour le poste n'est autre que Christine Lagarde, qui a

fait la preuve de sa loyauté et de ses compétences en tant que ministre des Finances de Sarkozy. Elle a le soutien de l'Europe, des États-Unis et de la Chine. En attendant, alors que la zone euro s'enfonce un peu plus dans la crise, les efforts du FMI en faveur d'une action décisive sont au point mort. Alors que Lagarde se prépare à son nouveau rôle, John Lipsky, le numéro deux américain du FMI, prend la barre. Lipsky est un fervent partisan d'interventions à grande échelle dans l'intérêt de la stabilité systémique. Si une implication du secteur privé est nécessaire, elle doit être volontaire et de taille modeste. La stabilité systémique et la prévention de la contagion sont une fois de plus la priorité. Ce n'est pas le moment de parler de façon inconsidérée de la restructuration de la dette ou de la recapitalisation des banques. L'important est de contenir la crise et d'empêcher l'incertitude de se répandre en Europe.

IV

Strauss-Kahn n'a jamais pu discuter avec Merkel. Mais le 5 juin, la chancelière allemande se rend à Washington[45]. Merkel est naturellement atlantiste. Mais depuis 2003, les relations n'ont jamais été aussi tendues. En matière de politique économique, l'Allemagne et l'Amérique sont en décalage depuis le début de la crise. Le tumulte autour de la deuxième phase de l'assouplissement quantitatif a laissé une sensation de gêne. Et où était l'Allemagne en Libye ? Quel était le plan de Berlin pour l'Europe ? Les discussions avec Obama sont intenses. Merkel rentre chez elle le 8 juin avec une Médaille présidentielle de la liberté et un nouveau discours. On ne parlera plus de défaut grec ou de Grexit. En échange de nouvelles mesures d'austérité de la part de la Grèce, il y aura un autre paquet d'aide. La participation du secteur privé, c'est-à-dire la restructuration de la dette, fera partie du marché, comme le voulait l'Allemagne depuis le début. Mais ce sera fait sur la base du volontariat. La restructuration sera conduite par les créanciers, les banques exerçant un droit de veto sur la forme et l'ampleur de la réduction de la dette. Ce qui manque encore aux déclarations de Berlin, c'est un plan audacieux prévoyant un fonds d'obligations européen ou une recapitalisation. Cela a donc pour effet net d'accroître les tensions. Ce que les marchés ont entendu, c'est qu'il y aurait des PSI, mais sans filet de sécurité adéquat.

Le 29 juin, le gouvernement grec aux abois fait voter le quatrième cycle d'austérité au Parlement, notamment la privatisation, la hausse des impôts et la baisse des retraites. Cela se fait au lendemain de l'évacuation par la force des occupants de la place Syntagma et une grève générale de deux jours. Et alors que les calculs du FMI suggèrent que, pour assurer la viabilité de la dette, la Grèce devrait vendre des actifs publics à hauteur de 50 milliards d'euros. En fait, d'après une autre évaluation du FMI publiée le 4 juillet, cela ne suffirait pas[46]. Pour que la Grèce devienne viable, il ne faudra pas

seulement l'austérité et la privatisation, mais une véritable décote des porteurs d'obligations. Le ton des pourparlers avec l'Institut international des finances (IIF), qui ont commencé le 27 juin, laisse à penser qu'il y a peu de chances que cela se produise. Les banques et autres détenteurs d'obligations ne font que de modestes concessions. Cela convient à la BCE, qui tient absolument à ce qu'il n'y ait pas « d'incident de défaut », mais c'est en contradiction totale avec les dizaines de milliards d'euros de réductions imposées par Athènes à ses citoyens. Pour la Grèce, la nouvelle dispense Merkel-Obama n'est que le « faire comme si » sous d'autres atours.

En juin, alors que l'agence de notation S & P rétrograde la Grèce au niveau CCC – le score le plus bas attribué à un emprunteur souverain – et que les spreads atteignent 1 300 points, les marchés se posent une nouvelle question. Si la zone euro ne peut pas gérer la Grèce, que se passera-t-il si elle est confrontée à des problèmes plus graves ? Et si elle doit faire face à une crise en Espagne ou en Italie ? Vingt ans plus tôt, au début des années 1990, l'Italie avait connu des moments difficiles. Depuis, la dette de l'Italie s'est stabilisée. Rome a géré les excédents primaires. Mais sa dette était encore dangereusement élevée par rapport au PIB. Et compte tenu de la taille de l'économie italienne – la huitième du monde en termes de PIB nominal –, ses dettes sont énormes : 1 800 milliards d'euros. Fait alarmant, dans les derniers jours de juin 2011, suite à la décision de mettre en œuvre les PSI en Grèce, 100 milliards d'euros de dette italienne ont été vendus. Les banques européennes se retirent, à commencer par les institutions françaises. La part de la dette italienne détenue par les étrangers a chuté de 50 à 45 % en quelques semaines[47]. Cela suffit pour que les coûts d'emprunt de l'Italie augmentent de 4,25 à 5,54 % entre juin et août 2011. Un chiffre qui peut paraître relativement faible. Mais, compte tenu des gigantesques besoins de refinancement de l'Italie, c'est un désastre. Entre le second semestre 2011 et la fin de l'année 2014, Rome a calculé qu'il lui

faudrait emprunter 813 milliards d'euros en refinancement et en nouveaux prêts. Une augmentation de 25 % du coût du service d'un si grand volume de dette est en effet une question grave. Si jamais une panique bancaire se déclenche en Italie, cela risque de sonner le glas de la zone euro.

Contrairement aux préjugés des Européens du Nord, la classe politique italienne est tout à fait consciente de la gravité de la situation. Les économistes italiens, notamment les « Bocconi boys », du nom de la prestigieuse école de commerce de Milan, ont largement contribué au nouveau consensus associant réductions des dépenses et « austérité expansionniste[48] ». Confrontée à la situation d'urgence de 2008-2010, l'Italie ne s'est virtuellement autorisé aucun stimulus. La question de savoir si Rome a la volonté et la capacité de répondre à la nouvelle panique sur le marché obligataire. Et, surtout, comment le Premier ministre Berlusconi réagirait.

Berlusconi était une personnalité auréolée de scandale[49]. Il a été accusé de divers délits, dont le racket, l'évasion fiscale à grande échelle et la corruption. Mais le 15 février 2011, dans le cadre de la plus embarrassante de toutes les affaires l'impliquant, il a été accusé d'avoir eu des relations sexuelles tarifées avec une mineure, et d'abus de pouvoir pour dissimuler sa liaison avec une danseuse exotique et une call-girl surnommée « Ruby, la voleuse de cœurs ». Plutôt que de démissionner, Berlusconi s'accroche à son poste. Le 6 avril 2011, sous le regard inquiet des marchés financiers, le Premier ministre italien passe en jugement. La procédure est immédiatement ajournée, mais les audiences doivent reprendre à la fin du mois de mai. Pendant ce temps, de sombres nuages d'incertitude et de discrédit s'accumulent au-dessus du gouvernement italien. À la fin du mois de mai, des doutes supplémentaires surviennent lorsque l'alliance politique de Berlusconi, entre Forza Italia et la Ligue du Nord, perd le contrôle de Milan, son fief personnel[50]. Même quand la situation est positive, l'instinct politique de Berlusconi le pousse à satisfaire les masses. Maintenant qu'il se bat pour sa

survie, pouvait-on compter sur lui pour imposer le genre d'austérité que son ministre des Finances, Giulio Tremonti, réclamait ?

Au cours du week-end du 9 et 10 juillet, Merkel intervient personnellement auprès de Berlusconi pour lui faire comprendre toute la gravité de la situation. L'avenir de l'Europe repose sur l'Italie. Mais est-ce l'Italie, ou, en fait, l'Allemagne, le maillon faible ? Beaucoup en Europe se demande si Merkel elle-même est vraiment déterminée à maintenir la cohésion de l'euro. De vilaines rumeurs commencent à circuler selon lesquelles le chancelier allemand, Helmut Kohl, père de l'euro et de la réunification allemande, se demanderait si son héritage européen est en sécurité entre les mains de Merkel. « Cette fille [Merkel] est en train de détruire mon Europe », aurait-il déclaré à un journaliste[51]. À contrecœur, Merkel et Schäuble reportent leurs projets de voyages d'été et convoquent une réunion d'urgence du Conseil européen le 21 juillet pour discuter de la stabilisation de la zone euro. Les questions abordées étaient prévisibles : ajustement budgétaire et austérité, PSI, restructuration et viabilité de la dette, achat d'obligations de la BCE. Seule la recapitalisation des banques à l'échelle européenne, le dernier élément d'une stratégie cohérente d'endiguement de la crise n'est pas encore sur la table. Mais à quoi joue Berlin ? Merkel et Schäuble poursuivent-ils vraiment une effrayante stratégie de la corde raide ? Ou, dans le confort dans sa prospérité relative, la classe politique allemande n'a-t-elle tout simplement pas pris la mesure des pressions que subit le reste de la zone euro ?

Le 14 juillet 2011, en réponse à la pression du marché, le Parlement italien adopte un programme sévère d'austérité de 70 milliards d'euros, comparable à celui de l'Allemagne en 2010[52]. Mais des doutes subsistent tant que Berlusconi est à la barre. Et la question des PSI en Grèce n'est toujours pas résolue. Trichet ne dévie pas de sa position. Si l'on envisage quoi que ce soit qui ressemble à une restructuration complète de

la dette grecque, la BCE cessera de considérer les obligations grecques en tant que garanties éligibles. La panique se propage à nouveau sur les marchés de la dette de la zone euro. Ce qui, à l'origine, ne concernait que du menu fretin, comme la Grèce et l'Irlande, devient rapidement une crise de l'ensemble du sud de l'Europe, notamment de grandes économies comme l'Espagne et l'Italie. Alors qu'en 2007, les investisseurs obligataires de la zone euro considéraient la dette grecque comme équivalente à celle offerte par l'Allemagne, en septembre 2011, les spreads des CDS sur l'Italie et l'Espagne sont plus élevés que ceux de l'Égypte en pleine révolution[53]. Les trois pays dont tout le monde s'attend à ce qu'ils se déclarent en faillite se trouvent tous dans la zone euro – la Grèce, l'Irlande et le Portugal –, loin devant la Biélorussie, le Venezuela et le Pakistan[54]. C'est comme si l'atmosphère révolutionnaire avait franchi la Méditerranée. Les scènes de violence à Athènes nourrissent les fantasmes de ceux qui s'attendent à ce que les désordres sociaux se répandent dans toute l'Europe. Des analystes financiers supposés sérieux parlent « d'hyperinflation, de coups d'État militaires et de possibles guerres civiles[55] ». Mais ce n'est plus une affaire de fonds spéculatifs prédateurs individuels, ni d'un ou deux analystes surexcités annonçant la mort de l'euro. Les banques commerciales et les fonds de pension, dans toute l'Europe et aux États-Unis, retirent des dizaines de milliards d'euros de l'Italie et des pays du programme[56]. Une fois que les souverains de la zone euro ont perdu leur position d'émetteurs d'actifs sûrs, les investisseurs institutionnels n'ont eu d'autre choix que de « réallouer » leurs portefeuilles. Et cela a également affecté les banques européennes. À l'été 2011, le financement de gros se tarit[57].

À quelques jours à peine du sommet du 21 juillet, Paris commence à envisager la possibilité que Merkel choisisse de laisser les négociations échouer[58]. La réduction de la dette convenue jusqu'ici avec les lobbyistes des banques est trop faible pour satisfaire Berlin. Les ressources et le mandat du FESF sont

insuffisants pour rassurer les Français, calmer les marchés ou persuader Trichet de reprendre les achats obligataires. Si les pourparlers échouent, personne ne sera en sécurité, y compris la France. Pour sortir de l'impasse, Sarkozy comprend qu'il va devoir traiter avec Merkel en tête à tête. Le président français arrive à Berlin le 20 juillet à 17 heures 30 et se heurte immédiatement à un blocage sur le FESF. Il devient vite évident que Berlin et Paris ne peuvent régler le problème sans faire appel à Trichet. Il est convoqué de Francfort, et débarque du dernier avion à Berlin à 22 heures. L'accord doit être conclu non entre l'Allemagne et la France, mais entre l'Allemagne, la France et la BCE. Aux premières heures du 21 juillet, Sarkozy et Merkel se relaient sur un seul téléphone portable pour lire à Van Rompuy, le président du Conseil européen, les termes de leur accord. L'après-midi à Bruxelles, le paquet est présenté officiellement et voté par les autres gouvernements.

La Grèce recevrait 109 milliards d'euros supplémentaires, ce qui répond à ses besoins de financement jusqu'en 2014 et permet au FMI de continuer à faire partie de la troïka. Les intérêts payés sur ses prêts seraient abaissés à 3,5 %. Les échéances seraient prolongées et, grâce à un éventail d'options de PSI, les créanciers de la Grèce apporteraient une contribution, bien que le montant précis reste à déterminer. La BCE serait indemnisée pour les pertes subies. Si les banques grecques subissaient des dommages irréparables, elles seraient recapitalisées à partir de fonds de la troïka[59]. Plus important encore, les gouvernements soulignent avec emphase que les PSI ne s'appliquent qu'à la Grèce. C'est le seul souverain insolvable de la zone euro. Tous les autres honoreraient leurs obligations sans faute. Pour contenir la contagion, le FESF serait renforcé et, à la demande de la BCE, il serait habilité à entrer sur le marché secondaire et à établir des lignes de crédit pour les pays hors programme, tels que l'Espagne et l'Italie. Le FESF n'agirait plus seulement comme un dernier recours, comme Merkel le réclamait depuis mars 2010, mais comme une institution de prévention, aidant à

stabiliser les marchés pour prévenir toute menace. Ce sont là, enfin, les éléments d'une solution viable – l'adhésion des Grecs, la restructuration de la dette, de nouveaux prêts, la coopération avec la BCE et le soutien assuré par un FESF doté de nouveaux pouvoirs. La nécessité d'une recapitalisation des banques est même partiellement reconnue. La structure de l'ensemble est bonne. Mais les sommes suffiront-elles ? Et qui va devoir payer ?

L'échelle des PSI reste un problème névralgique. Le chiffre initial qui a émergé des négociations polies avec l'IIF n'était que de 20 %. Les banquiers n'ont pas été admis aux réunions intergouvernementales du 21 juillet. Mais ils se sont rassemblés dans les couloirs. Lorsque les gouvernements ont fait savoir que 20 % étaient insuffisants, l'IIF a proposé 21 %. Grâce à cette concession symbolique, tout le monde a pu se satisfaire de la conclusion d'un accord. Personne n'a fait le calcul. C'était une question de gestes, pas d'arithmétique. Lorsque le représentant du FMI s'est interrogé sur la viabilité de la Grèce dans l'hypothèse d'une restructuration aussi modeste, les participants à la réunion ont été gratifiés d'une « dénonciation courroucée » de Charles Dallara, de l'IIF[60]. Ce n'était que pour amuser la galerie. En privé, Dallara ne tarissait pas d'éloges sur l'accord étonnamment généreux que, grâce à son lobbying, il avait obtenu pour ses clients, les grandes banques[61].

Conséquence de ce compromis, la Grèce paierait le prix, en termes de réputation, pour avoir restructuré ses dettes, sans obtenir de précieux soulagement financier. Le fardeau de la dette serait de 143 % du PIB, ce qui était clairement non viable. Comme l'a déclaré un analyste de Goldman Sachs : « Cette tendance à « diminuer » les bonnes initiatives politiques est une caractéristique récurrente des politiques européennes. » Un membre de l'équipe des économistes d'UBS se montre plus direct : « Cela revient à effleurer le problème. […] La dette doit être réduite de moitié. » Quant aux nouveaux dispositifs de soutien fournis par le FESF, Willem Buiter, économiste en chef chez Citigroup, déclare à Bloomberg Television : « Le Fonds

européen de stabilité financière était un fusil à un coup que l'on a transformé en Gatling, mais avec la même quantité de munitions [...]. Il est urgent de lui donner des dimensions plus ambitieuses[62]. » Si l'Italie se retrouve en situation critique, le FESF n'aura pas besoin de 200 à 400 milliards, mais de 1 000 à 2 000 milliards d'euros. Sinon, seule la BCE, avec ses réserves inépuisables, sera en mesure de soutenir le système.

En attendant, les investisseurs sont sur les dents. À la fin du mois de juillet, il s'avère que la Deutsche Bank a réduit de 88 % ses titres de créance italiens depuis le début de l'année[63]. Pour les Italiens du camp de Berlusconi, le chantage est évident. Dans les cercles proches du ministre des Finances Tremonti, on parle de coup de poignard dans le dos[64]. Au début de l'année, Rome a eu la témérité de suggérer que tout fonds de sauvetage européen commun devrait être financé en proportion non du PIB mais de la taille des créances bancaires. Sans surprise, l'idée n'a guère plu à Berlin. Tremonti est convaincu que les ventes précipitées de la Deutsche sont un message de Merkel et Schäuble. Quelle que soit la vérité, le soupçon, lui, est symptomatique. La confiance s'effondrait.

V

Si l'argent fuyait l'Europe, où devait-il aller ? Paradoxalement, depuis le début de la crise financière, la réponse a été les États-Unis. Quand les subprimes américaines ont mal tourné, on n'a pas assisté à la vente paniquée de dollars que beaucoup craignaient. Au lieu de cela, les investisseurs se sont tournés vers les bons du Trésor américains, le sommet de la pyramide monétaire mondiale. En 2008, le dollar a rebondi et les taux d'intérêt américains ont chuté. Les vagues successives d'assouplissement quantitatif ont inversé cette tendance. Le dollar a glissé contre ses principaux partenaires commerciaux. Cela a entraîné des pertes pour les investisseurs et rendu les obligations américaines légèrement moins attrayantes. À l'été 2011, cependant, quelque chose de beaucoup plus inquiétant apparaît à l'horizon.

Au début de l'année, alors que la nouvelle majorité républicaine au Congrès joue des muscles, les tentatives pour adopter une approche bipartisane à long terme de la consolidation budgétaire échouent[65]. Faute de budget, en avril 2011, le gouvernement fédéral américain est proche de l'arrêt. Le 16 mai, le plafond autorisé de la dette fédérale a été atteint, soit 14 300 milliards de dollars. Avec des recettes fiscales couvrant seulement 60 % des dépenses courantes, Washington est à la limite de son droit légal d'emprunter. Le Trésor est contraint d'adopter des « mesures d'exception », y compris des emprunts auprès des réserves de liquidités et des actifs du fonds de retraite de la fonction publique[66]. Ce qui va lui permettre de tenir jusqu'au 2 août. Ensuite, le gouvernement fédéral va devoir choisir entre payer les salaires ou payer ses créanciers. L'Amérique se dirige vers quelque chose de pire que l'austérité concertée, un arrêt chaotique et le risque d'un défaut sur ses obligations envers les créanciers nationaux et étrangers.

À la fin du mois de juillet 2011, alors que Sarkozy, Merkel et Trichet jouent avec l'avenir de la zone euro, les États-Unis se

rapprochent dangereusement du bord du gouffre. À Washington, plus personne ne nie la nécessité d'une consolidation budgétaire urgente[67]. Mais le fossé est grand entre les démocrates qui insistent sur une approche équilibrée de la réduction du déficit, impliquant des augmentations d'impôts et des réductions des prestations, et les républicains, qui se concentrent uniquement sur des coupes budgétaires. Le président de la Chambre, John Boehner, tente alors de prendre le contrôle du Tea Party en concluant un accord avec la Maison-Blanche en vue de réduire le déficit de 4 000 milliards de dollars sur dix ans. Mais le 22 juillet, les pourparlers entre Boehner et le gouvernement Obama échouent parce que les républicains réclament une réduction des dépenses médicales et parce que la Maison-Blanche insiste pour augmenter ses impôts de 1 200 milliards de dollars[68]. Les journalistes commencent à éplucher les calendriers pour savoir quelles factures le gouvernement américain devrait régler en premier en août. Les spécialistes du constitutionnel débattent des avantages et des inconvénients de la prérogative exécutive ou de la création de pièces de platine d'un billion de dollars pour rembourser la dette nationale[69]. Si la Grèce pose problème et que l'Italie est « trop grosse pour faire faillite », il est tout simplement impossible de mesurer les conséquences d'un défaut américain. Rien qu'au mois d'août, le Trésor a dû rembourser près de 500 milliards de dollars de dettes[70]. Alors que la zone euro vacille, les fonds monétaires américains qui se retirent des obligations des banques européennes continuent à se tourner vers les bons du Trésor américains. Mais les apparences sont trompeuses. La demande des investisseurs pour la dette du gouvernement américain résiste, mais surtout pour les échéances courtes à faible risque. L'échéance moyenne des bons du Trésor américains détenus par les fonds monétaires est passée de quatre-vingt-quinze jours en janvier 2010 à seulement soixante-dix jours à la fin de juillet 2011[71]. En attendant, les ingénieurs de la finance commencent à envisager ce que personne n'a fait auparavant

– des contrats d'échange sur risque de crédit contre des Bons du trésor américain[72].

Avant 2008, le marché des CDS du Trésor américain n'existait pas. Pourquoi assurer la classe d'actifs sans risque sur laquelle repose l'ensemble du système financier mondial ? Dans le cas extrêmement improbable d'une défaillance des États-Unis, la déstabilisation générale serait telle qu'il était difficile de savoir si une entité financière privée serait toujours en mesure d'agir en tant que contrepartie fiable. Qui serait encore là pour payer des assurances contre la fin du monde ? Néanmoins, ayant vu le jour en 2008, alors qu'il semblait que Fannie Mae et Freddie Mac étaient sur le point de faire faillite, le marché de niche de CDS contre des Bons du trésor américain est redevenu d'actualité au cours de l'année 2011. Dans les derniers jours de juillet, un peu plus d'un millier de contrats sont en cours, avec des écarts allant jusqu'à 82 points de base. C'est une fraction de ce que paient les investisseurs dans la dette grecque, mais il est tout simplement étonnant que le marché existe.

Le 31 juillet 2011, Washington s'arrache à l'attraction du gouffre. Un compromis budgétaire a été conclu, qui imposerait une austérité automatique si les deux parties belligérantes ne peuvent pas se mettre d'accord sur des réductions d'ici à la fin de l'année. À contrecœur, les radicaux du Tea Party se laissent convaincre par les dirigeants républicains, en nombre suffisant pour que l'accord soit conclu. Il a fallu un lobbying acharné et des heures de conférences alarmistes par des experts en notation de crédit et d'anciens fonctionnaires du gouvernement Bush pour persuader les insurgés républicains des conséquences dramatiques d'un défaut. Mais le mal était fait. Comme Mitch McConnell, le leader des républicains au Sénat, en informe les médias d'un ton presque léger : « Je pense que certains de nos membres se sont peut-être dit que la question du défaut était un otage sur lequel vous auriez pu être tentés de tirer. La plupart d'entre nous ne le pensaient pas. Ce que nous avons appris, en revanche, c'est que c'est un otage qui vaut la peine que l'on paye

une rançon[73]. » Ainsi que l'a souligné Jason Chaffetz, l'un des nouveaux venus du Tea Party, la menace avait bien été réelle. « Nous ne plaisantions pas [...]. Nous l'aurions supprimé[74]. »

Le 3 août, l'agence de notation chinoise Dagong est la première à en tirer la conclusion évidente. Elle rétrograde les États-Unis de A + à A. Avec ce commentaire : « À ce moment crucial, ni le Parti démocrate, ni le Parti républicain n'ont pris en compte l'intérêt général afin de défendre leur intérêt partisan ; ils ont eu du mal à faire le bon choix en temps opportun, laissant le monde en proie à la terreur, ce qui met en évidence le rôle négatif du système politique américain sur le plan économique. »[75] Le système politique américain, concluent les analystes chinois, « ne peut résoudre le problème de l'influence fondamentale de la faible croissance économique, du déficit élevé et de la dette de plus en plus forte sur la capacité du service de la dette par l'augmentation de la création de richesse réelle, alors que le déclin de la solvabilité nationale est irréversible. Il est naturel que la politique monétaire de la troisième phase de l'assouplissement quantitatif soit activée pour la prochaine étape, qui plongera l'économie mondiale dans une crise globale ; le statut du dollar américain sera profondément ébranlé au cours de ce processus ». Le verdict du G20 à Séoul est devenu le credo de la notation de crédit. L'année se termine par une vente massive de la dette du gouvernement américain par Pékin. Mais cela ne déclenche pas de débandade. La longue accumulation de créances chinoises sur le contribuable américain a pris fin. Mais le portefeuille se stabilise entre 1 200 et 1 300 milliards de dollars.

Les critiques de la Chine étaient à prévoir. Les retombées à l'intérieur des frontières américaines sont plus surprenantes. Le 5 août, l'impensable se produit. Une des agences de notation américaines, Standard & Poor's, ramène les États-Unis d'AAA à AA +. S & P évoque la « surenchère politique des derniers mois » et la preuve de plus en plus manifeste que « la gouvernance et l'élaboration de la politique américaine » deviennent moins

stables, moins efficaces et moins prévisibles[76]. Cela met également en évidence le niveau considéré comme non viable de la dette américaine et la rapidité de son accumulation, qui fait qu'elle devrait atteindre bien plus de 90 % du PIB d'ici à 2021 – le fameux seuil de Reinhart et Rogoff. Mais lorsque S & P explique sa décision au Trésor américain, il apparaît clairement que l'agence de notation a commis une erreur élémentaire. En appliquant les chiffres relatifs à la croissance de la dette au mauvais scénario de référence, elle a nettement exagéré le déficit à prévoir au cours des dix prochaines années. Plus surprenant encore, lorsque cette erreur a été signalée, S & P n'a pas fait marche arrière. Elle a laissé le déclassement en place ainsi que le texte explicatif, en retirant simplement l'erreur de modélisation. Cela a conduit le Trésor à émettre un démenti officiel. « S & P a malgré tout choisi de maintenir son jugement erroné en se contentant de modifier la logique de sa décision de notation de crédit, désormais politique plutôt qu'économique [...]. L'ampleur de cette erreur – et la hâte avec laquelle S & P en a changé la justification [...] soulèvent des questions fondamentales sur la crédibilité et l'intégrité du travail de notation de S & P[77]. » Personne ne remettait en cause la faiblesse du système politique américain. Mais S & P n'avait fourni qu'une démonstration supplémentaire du dévoiement des agences de notation. Ce sont leurs certifications AAA, distribuées à des centaines de milliards de MBS à haut risque, qui ont contribué à précipiter la crise en 2008. Ce sont leurs rétrogradations en série qui ont rythmé la crise dans la zone euro. Alors que, apparemment, elles se trompaient dans leurs calculs sur le budget américain.

VI

Des milliers de milliards de dollars de dettes étaient en train de perdre leur statut d'actifs sûrs. Le ministre des Finances allemand a accusé le Trésor américain de tendances interventionnistes dignes du communisme. L'OTAN se disputait au sujet de la Libye. On reprochait à la politique monétaire souple de la Réserve fédérale d'être à l'origine des révoltes au Moyen-Orient. L'UE était prise au piège d'une non-solution illusoire face à la crise de la dette grecque et, lorsqu'elle n'était pas impliquée dans des « faire comme si », elle mentait ouvertement et sans vergogne. Le Premier ministre italien et le directeur général du FMI étaient tous deux poursuivis en justice pour agressions sexuelles. Washington flirtait délibérément avec la faillite. Les agences de notation ne savaient plus compter. Des millions de personnes manifestaient dans les rues, réclamant une « rupture », incapables ou refusant de payer des dettes qu'elles avaient contractées ou que l'on avait contractées en leur nom.

Au cours du week-end du 6 au 7 août, alors que le monde digère la rétrogradation de la dette souveraine américaine, les chefs de gouvernement, les banquiers centraux et les responsables du Trésor interrompent leurs vacances d'été pour une série de conférences téléphoniques. Mais il n'en ressort que des communiqués boiteux, qui n'inspirent pas confiance. Le lundi 8 août, secoué par les mauvaises nouvelles des deux côtés de l'Atlantique, les marchés boursiers chutent sévèrement. Au point que le président Obama commente : « Nous vivons maintenant dans une économie mondiale où tout est interconnecté, ce qui signifie que quand il y a des problèmes en Europe et en Espagne et en Italie et en Grèce, ces problèmes finissent par nous atteindre[78]. »

Dans la crise générale de légitimité de 2010-2011, le principe d'Archimède ne s'applique pas. Il n'y a nul endroit où se tenir au-dessus de la mêlée. C'est exactement ce que les manifestants ont

voulu « mettre sous le nez » des responsables gouvernementaux en Espagne et en Italie. Ils ont tenté de franchir cette distance insurmontable, autoritaire qui sépare les décideurs de ceux auxquels ils imposent leurs décisions pour les obliger à se confronter à une réalité différente. Et au cours de l'été 2011, un petit groupe de militants américains décide de faire de même là où bat le cœur de l'économie financière mondiale, à New York.

Le 19 août 2011, des représentants de la Bourse de New York rencontrent des agents du FBI pour une conférence inhabituelle[79]. Surveillant Internet en quête d'activités suspectes, le FBI a eu vent de l'existence d'un réseau « anarchiste » baptisé « Occupy Wall Street ». Son but est de répandre aux États-Unis le mouvement de protestation qui a connu une formidable ampleur en Europe. L'occupation du parc Zuccotti, juste à côté de Wall Street, était prévue pour le 17 septembre. Les médias américains commencent par ignorer l'affaire. Les premiers à s'y intéresser sont l'Agence France-Presse et le *Guardian*[80]. Mais en l'espace de quelques semaines, le minuscule campement qui se trouvait à proximité de Wall Street va devenir une vedette mondiale[81].

Compte tenu de l'ampleur de la tempête qu'il a déclenchée sur les réseaux sociaux, il est important de remettre Occupy Wall Street en perspective. C'est un mouvement minuscule comparé aux gigantesques mobilisations contre l'austérité en Europe. Les manifestations mondiales d'Occupy, le 15 octobre 2011, attirent peut-être près d'un million de manifestants en Espagne, 200 000 à 400 000 à Rome, des dizaines de milliers au Portugal. À New York, entre 35 000 et 50 000 personnes défilent. Mais l'occupation de New York a une signification symbolique qui va bien au-delà de ses modestes dimensions. Elle est l'expression d'une opposition radicale au cœur même du capitalisme américain. Des camps similaires voient le jour dans tous les États-Unis, à Philadelphie, Oakland, Boston, Seattle, Atlanta, Los Angeles, Denver, Tucson, à la Nouvelle-Orléans, Salt Lake City et dans bien d'autres villes. Ailleurs se dressent des camps solidaires

importants, comme à Londres, Séoul, Rome, Manille, Berlin, Bombay, Amsterdam, Paris et Hong Kong. Les estimations varient, mais dans au moins neuf cents villes à travers le monde, les gens organisent des manifestations sympathisantes[82]. Aux États-Unis, partout où ils apparaissent, les camps d'Occupy ne manquent pas d'attirer l'attention vigilante du FBI et même des autorités de lutte antiterroriste américaines. Mais malgré leur petite taille et leur aspect clochardisé, la réalité, dérangeante, est que la colère d'une minorité radicale est partagée par une grande partie de l'opinion publique américaine.

En octobre 2011, un sondage réalisé pour le *New York Times* et CBS News révèlent que près de la moitié des personnes interrogées estiment que le « camp anarchiste », selon les termes du FBI, reflète les opinions de la plupart des Américains[83]. Deux tiers d'entre eux pensent que la richesse devrait être répartie plus équitablement – neuf démocrates sur dix, les deux tiers des indépendants et même un tiers des républicains sont d'accord avec ce sentiment. Alors que seulement 11 % des Américains ont confiance dans leur gouvernement pour faire le bon choix, 84 % désapprouvent le Congrès qui a menacé de mettre le gouvernement fédéral américain à genoux et 74 % considèrent que leur pays est engagé sur la mauvaise voie. Depuis janvier 2009, le gouvernement Obama s'efforce de mettre un frein au mécontentement populaire. Plutôt que de chercher à mobiliser l'indignation qui couve dans la société américaine, il a enchaîné les solutions technocratiques. Deux ans plus tard, cela a eu pour résultat une perte de légitimité spectaculaire tant de la gauche que de la droite.

Chapitre 17

CERCLE VICIEUX

Le 1er septembre 2011, Pedro Passos Coelho, le nouveau Premier ministre du Portugal, effectue sa première visite à Berlin. Son hôte, la chancelière Angela Merkel, entame la conférence de presse conjointe en se félicitant d'apprendre que la troïka vient de présenter son premier rapport sur le programme d'ajustement structurel du Portugal et qu'elle s'est déclarée satisfaite des progrès réalisés. Elle est également ravie d'apprendre que Coelho ne voit pas d'obstacle à l'incorporation d'un frein à la dette de style allemand dans la Constitution du Portugal. Puis, lors de la séance de questions-réponses qui suit, la chancelière Merkel dévoile apparemment le pot aux roses. Interrogée sur la question du contrôle parlementaire sur le Fonds européen de stabilité financière, récemment mandaté par la Cour constitutionnelle allemande, Merkel explique, impassible : « Nous vivons dans une démocratie et nous en sommes heureux. C'est une démocratie parlementaire. Cela signifie que le budget est une prérogative clé du Parlement. Nous trouverons donc des moyens d'organiser la codétermination parlementaire de manière à ce qu'elle soit néanmoins conforme au marché, de sorte que les signaux appropriés soient émis sur les marchés. J'apprends de nos spécialistes du budget qu'ils sont conscients de cette responsabilité[1]. »

Une codétermination conforme aux marchés – est-ce à ça que se réduit la démocratie européenne à l'automne 2011 ? Était-ce là l'ordre du jour masqué des programmes de la troïka, imposé non seulement aux parlements de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal, mais également au Bundestag – pour les rendre conformes au marché ? Pour beaucoup de ceux qui ont participé aux manifestations de 2011, les mots de Merkel confirment leur

vision négative de l'UE qui ne serait guère plus qu'une chambre d'échos pour la loi des marchés, ou pour « le néolibéralisme[2] », le nouveau mot à la mode de la crise. Merkel ne fait pas grand-chose pour clarifier la situation. Le 22 septembre, à quelques jours de la réunion du FMI à Washington, elle accueille le premier pape allemand, Benoît XVI, à la Chancellerie. Interrogée par des journalistes curieux, Merkel déclare que la crise européenne s'est trouvée au cœur de leur conversation : « Nous avons parlé des marchés financiers et du fait que les politiciens devraient avoir le pouvoir d'élaborer la politique pour le peuple et de ne pas être guidés par les marchés. [...] C'est une tâche très, très importante à l'heure de la mondialisation[3]. »

Bien que d'une généralité floue, ces déclarations sont symptomatiques de la gravité de la crise à l'automne 2011. En à peine trois semaines, la chancelière allemande a réussi à dire à la presse que les politiciens devaient être responsables vis-à-vis des marchés et à assurer au pape que les politiciens devraient élaborer une politique pour « le peuple » indépendamment de ces mêmes marchés. Était-ce une contradiction ? Ou impliquait-elle une sorte de synthèse ? Dans l'affirmative, s'agissait-il de trouver le mode d'expression conforme au marché qui permettrait aux politiciens d'exercer sournoisement leur pouvoir ou, plus inquiétant encore, de pousser la démocratie à une telle conformité qu'aucun marché n'ait jamais à craindre la politique que le Parlement pourrait adopter ? Est-ce que quelqu'un à Berlin en avait seulement une idée ? Il n'est pas surprenant que Gregor Gysi, porte-parole acerbe de Die Linke, ait dénoncé la gestion par Merkel de la crise de la zone euro comme un moteur du chaos et de la confusion[4].

Le moins que l'on puisse en déduire, c'est que le dogme optimiste selon lequel la démocratie et les marchés étaient considérés comme des compléments naturels et nécessaires – credo né des conséquences de la guerre froide – avait vécu[5]. À sa place, la crise avait fait prendre conscience, de façon plus réaliste, de la tension potentielle entre les deux. Mais cette

généralisation comporte également des risques, en particulier lorsque l'on suppose que ce sont les marchés financiers, et non la politique, qui imposent cette tension. Pendant la crise de la zone euro, cela n'a certainement pas été le cas. La pression qu'ont subie les membres les plus fragiles de la zone euro n'a pas dépendu du choc inévitable entre peuples et marchés, entre capitalisme mondial et la démocratie[6]. Elle a été dictée avant tout par la volonté ou non de la BCE d'acheter des obligations. Sur les marchés, de nombreuses banques et traders ne se sont pas contentés de supplier l'UE d'entreprendre un effort de stabilisation, mais ont parié des milliards sur le fait qu'elle finirait par le faire. Ce qui a retardé la stabilisation et exacerbé le conflit entre démocratie et marchés, c'est le bras de fer entre l'Allemagne, la France et la BCE à propos de la future gouvernance de la zone euro, une question où la politique et l'économie étaient indissociablement liées, ont. Ironie du sort, cela a eu pour résultat, comme en 2010, d'aggraver la crise au point qu'il n'a plus été possible de laisser les affaires européennes aux Européens.

I

Le compromis du 21 juillet sur un nouveau paquet d'aide à la Grèce est censé s'accompagner d'une nouvelle série d'achats d'obligations par la BCE. Au moins, il a été estimé que l'Irlande et le Portugal ont accompli des progrès suffisants dans le cadre de leurs programmes supervisés par le FMI. Ainsi, le 4 août 2011, la BCE fait savoir qu'elle est à nouveau sur le marché pour leurs obligations. Les prix et les rendements se stabilisent rapidement. Ce qui a servi de la toile de fond optimiste à la visite de Coelho à Berlin. Mais en ce qui concerne l'Italie et l'Espagne, Trichet ne veut pas les lâcher si facilement. La BCE a besoin de davantage de preuves de conformité. Pour mieux faire passer le message, le 5 août, Trichet adresse une note confidentielle aux Premiers ministres Zapatero et Berlusconi, où il détaille ce qui sera nécessaire pour qu'elles puissent profiter de la protection des achats d'obligations de la BCE[7]. Dans le cas de l'Italie, la signature de Mario Draghi, chef de la banque centrale italienne et successeur désigné de Trichet à la BCE, ne donne que plus de poids à la lettre.

Ni l'Espagne ni l'Italie n'ont demandé à bénéficier d'un programme de la troïka, mais cela n'a pas empêché la BCE d'exiger des réductions considérables des dépenses publiques et une augmentation des impôts. Pour ce qui est de l'Italie, Trichet et Draghi ont appelé à la privatisation des services publics locaux, une proposition récemment rejetée de manière décisive lors d'un référendum national[8]. La BCE a également appelé à des changements spectaculaires dans la politique du marché du travail, empiétant sur les droits des syndicats italiens et espagnols. Ces changements sont nécessaires, insiste la BCE, pour réduire le chômage et augmenter la croissance. C'est une tentative flagrante de modifier l'équilibre du pouvoir social et politique au moyen de la politique monétaire, à peine voilée par la clause de la BCE selon laquelle il faut veiller à ce que le filet de la sécurité sociale reste intact. Au cas où ces mesures

impopulaires se heurteraient à une opposition, Trichet et Draghi suggèrent que Rome invoque l'article 77 de la Constitution italienne, qui autorise un gouvernement par décret « en cas de nécessité et d'urgence extraordinaires ». Conçu à l'origine pour lutter contre le spectre d'une insurrection communiste pendant la guerre froide, l'article 77, douteux sur le plan légal, a été invoqué à plusieurs reprises depuis les années 1970 pour couvrir des « mesures d'urgence[9] ». Au cas où Berlusconi s'inquiéterait de la légalité de ces procédures, Trichet et Draghi lui recommandent de demander rétrospectivement une sanction parlementaire. Sans surprise, les membres du cabinet de Berlusconi soucieux de ladite légalité en viennent à se demander qui représente le plus grand risque pour l'État de droit, leur peu reluisant Premier ministre, ou Draghi et Trichet.

Le gouvernement espagnol choisit de ne pas diffuser la lettre de la BCE. Tant qu'à faire que d'être humilié, autant ne pas le rendre public. Pour preuve de leur bonne foi, les deux plus grands partis politiques espagnols acceptent de modifier la Constitution espagnole, qui est restée inchangée depuis trente-trois ans, afin d'y apporter un amendement budgétaire équilibré[10]. Berlusconi, lui, accepte les termes de Trichet, mais proteste publiquement. Il dira plus tard que les instructions de la BCE « nous ont fait ressembler à un gouvernement occupé[11] ». Mais au lieu d'embarrasser la BCE, les gesticulations de Rome ne font qu'améliorer la réputation de Trichet en tant que partisan de la ligne dure, ce qui, ironie du sort, lui confère encore plus de latitude d'action. Le 7 août, la BCE commence à acheter des obligations italiennes et espagnoles dans le cadre du programme pour les marchés de titres (SMP)[12].

C'est suffisant pour calmer les marchés et éviter le risque immédiat d'une catastrophe. Mais le gouvernement de Berlusconi reste évasif quant à l'ampleur des mesures d'austérité qu'il est disposé à adopter. L'économie italienne est à la veille d'une grave récession. Les marchés sont toujours nerveux. Et comme tout le monde en prend conscience, les choses vont

encore empirer avant de s'améliorer. Le compromis sur la Grèce, conclu le week-end du 20 au 21 juillet, est inadéquat depuis le début. Plutôt que de parvenir à la viabilité, le programme de consolidation de la Grèce a été constamment en retard sur le calendrier. Pour échapper à l'insolvabilité, la Grèce avait besoin d'une réduction bien supérieure à celle extorquée aux banquiers au cours de l'été : non 21 %, mais plutôt 5 %. Pour ne pas provoquer de panique, il faudrait que ce soit encadré par un solide accord franco-allemand sur la future gouvernance de la zone euro. La France est véritablement la dernière ligne de défense. Si la crise se propage de Rome à Paris, la partie sera terminée. À l'automne 2011, alors que la BCE intervient pour soutenir la dette publique italienne, l'écart entre les obligations françaises à dix ans et les Bunds a été porté à 89 points de base[13]. En réaction, Merkel et Sarkozy ont resserré leur alliance. Sarkozy a désespérément besoin d'un mur d'argent. La BCE poursuivant une stratégie de tension, le seul moyen de calmer les marchés serait de développer le FESF ou d'accepter une mutualisation globale de la dette publique de la zone euro. Berlin n'a accepté ces faits fondamentaux qu'avec une lenteur désespérante, aggravant du même coup la crise.

Le 29 septembre, le Bundestag vote enfin sur l'extension insignifiante du fonds de stabilisation du marché des obligations du FESF du 21 juillet. Le vote est généralement perçu comme décisif pour l'avenir de la coalition de Merkel[14]. Si le FESF est soutenu par la majorité au Bundestag, dans la droite allemande, l'achat d'obligations par la BCE a provoqué une réaction de colère. Lors de la réunion décisive du conseil d'administration de la BCE en août, Jens Weidmann, ancien élève d'Axel Weber et conseiller économique personnel de Merkel, a non seulement voté contre l'achat d'obligations, mais a rendu son opposition publique[15]. Le 9 septembre, Jürgen Stark, membre allemand du conseil de la BCE et économiste en chef de la banque – l'homme que l'on soupçonne d'être à l'origine des hausses de taux d'intérêt de la BCE au début de l'année – démissionne en signe de

protestation. Pour arrêter net cette rébellion conservatrice, Merkel doit remporter le vote sur le FESF au Bundestag non pas avec les voix de l'opposition proeuropéenne du SPD, mais en s'appuyant sur sa propre *Kanzlermehrheit,* avec les voix de ses partenaires de la coalition. En l'occurrence, le 29 septembre, Merkel l'emporte, mais avec une avance douloureusement limitée. Sur les 330 membres de la coalition gouvernementale, seuls 315 ont voté pour la motion, soit 4 de plus que les 311 nécessaires. Merkel est en tête, mais elle a peu de marge de manœuvre.

Quoi qu'il en soit, dès que le Bundestag a voté, il est clair qu'il a été dépassé par les événements. Comme tout le monde sur les marchés l'a compris, le fonds du FESF qui a été convenu au cours de l'été est trop modeste. Le vote du Bundestag du 29 septembre n'a été que l'occasion de commencer à parler de la manière dont le fonds pourrait être utilisé, ce qui avait été explicitement exclu par Schäuble avant le vote[16]. Si les marchés ne se calment pas subitement, le gouvernement de Merkel va bientôt devoir lancer à nouveau les dés parlementaires.

II

En été, il a finalement été admis que toute restructuration de la dette grecque nécessiterait un renflouement complet des banques hellènes. Elles détiennent tellement de dette publique grecque que leurs bilans ne survivraient pas à sa réduction. Ce que les gouvernements européens ont encore du mal à accepter, c'est que le problème est beaucoup plus vaste. La politique du « faire comme si » a peut-être eu l'avantage de détourner l'attention des banques créancières vers les emprunteurs du gouvernement en faillite. Ce sont les citoyens des pays supervisés par la troïka qui en ont payé le prix. Mais elle a également permis aux décideurs politiques européens d'éviter de s'attaquer aux problèmes sous-jacents de la stabilité financière. L'hypothèse, vraisemblablement, est que les banques prendraient soin d'elles-mêmes. Mais malgré les chiffres fantaisistes produits par les tests d'effort européens, il est clair que c'est un vœu pieux. En fait, les banques européennes ont reculé jusqu'au bord de la falaise à l'automne 2011. Elles ont du mal à faire face aux pressions venues de six directions à la fois. Les pertes héritées de 2007-2008 sont toujours affichées dans leurs comptes. Leurs avoirs en dette souveraine européenne sont de plus en plus affectés. Les problèmes de l'économie de la zone euro nuisent aux affaires. Les nouvelles exigences de capital et de liquidité de Bâle III ont nécessité un ajustement douloureux du bilan. Sur leurs marchés de niche les plus rentables aux États-Unis, en Europe et en Asie, les banques européennes ont été confrontées à une concurrence féroce de la part des banques américaines et asiatiques en pleine résurgence. Et à la lumière de tout cela, les marchés monétaires de gros sont de plus en plus réticents à proposer des financements. Une contraction lente des bilans est une chose. Si les marchés financiers ferment, l'Europe sera confrontée à une répétition de 2008. Face à cette menace sévère, il n'est pas sans risque de s'attaquer ouvertement aux problèmes à long terme du secteur. Mais si la question de la recapitalisation

n'est pas fermement résolue, comment sécuriser les banques ?

En août 2011, alors qu'elle prend ses quartiers en tant que directrice générale du FMI, Christine Lagarde récupère le témoin que Strauss-Kahn avait abandonné quand il a été transféré à la prison de Rikers Island. Déjà en 2009, les analystes du FMI avaient souligné l'inadéquation de la recapitalisation des banques européennes[17]. Deux ans plus tard, le FMI estime que le minimum nécessaire pour les banques européennes serait de 267 milliards de dollars de nouveau capital[18]. C'est un défi de taille, mais sans cela, toutes les autres mesures de lutte contre la crise sur le plan de la politique fiscale et monétaire ne reposeraient sur aucune base solide. Les écrans de fumée politiques européens masquent la leçon essentielle de 2008 : il est impossible de procéder à une séparation hygiénique entre les questions de politique macroéconomique et de stabilité systémique et le fonctionnement des mégabanques, désormais connues sous l'appellation plus distinguée d'institutions financières d'importance systémique.

Les banques, bien sûr, défendent ce qu'elles considèrent comme leurs propres intérêts. L'Institut de finances internationales (IIF), qui n'a jamais répugné à l'alarmisme en matière de réglementation bancaire, estime que Bâle III, ajouté aux réglementations nationales, obligera les banques du monde entier à augmenter leur capital de 1 300 milliards de dollars d'ici à 2015[19]. C'est beaucoup demander, et nombre de banques pourraient préférer réviser simplement leurs bilans à la baisse, ce qui entraînerait un fléchissement de la fragile reprise. Lors de la réunion du Conseil de stabilité financière, le 23 septembre à Washington, Jamie Dimon, de J.P. Morgan, contre-attaque. Il s'en prend à Mark Carney, président de la Banque du Canada et chef du CFS, si violemment que Lloyd Blankfein de Goldman Sachs juge nécessaire d'intercéder personnellement[20]. Bizarrement, Dimon reproche aux règles de Bâle III d'être antiaméricaines, alors que la pression exercée sur les Européens est beaucoup plus sévère. Plutôt que de lever des capitaux, comme leurs

homologues américains, les principaux prêteurs européens se sont massivement désendettés, réduisant la taille de leurs activités de prêt. Sur la base des plans publiés par les banques elles-mêmes, les analystes ont prédit une contraction comprise entre 480 milliards et 2 000 milliards d'euros. Du point de vue des régulateurs, c'est exactement le but escompté. Les banques doivent atténuer les risques. Mais ce n'est pas qu'une question de stratégie d'entreprise. L'effondrement de la demande de prêts a été entre autres le moteur de la contraction. Ce qui annonce de sérieuses difficultés pour l'économie de la zone euro et menace de l'entraîner dans un cercle vicieux où une dépression croissante forcera les banques à faire des provisions toujours plus importantes pour une nouvelle vague de prêts improductifs, renforçant encore la pression sur leurs bilans.

Les banques européennes sous pression : automne 2011 (en milliards d'euros)

	Actifs toxiques de 2008	Dette des PIIGS	Désendettement attendu
RBS	79,6	10,4	93–121
HSBC	54,3	14,6	83
Deutsche Bank	51,9	12,8	30–90
Crédit Agricole	28,2	16,7	17–50
Sociéte Générale	27,5	18,3	70–95
Commerzbank	23,8	19,8	31–188
Barclays	20,7	20,3	20
BNP Paribas	12,5	41,1	50–81

Note : la dette des PIIGS se rapporte aux avoirs en dette souveraine portugaise, italienne, irlandaise, grecque et espagnole.

Sources : Banque d'Angleterre, *Financial Stability Report* 30 (décembre 2011), et http://www.forecastsandtrends.com/article.php/770/.

Ce n'est pas la souffrance du chômage des jeunes en Espagne

et en Grèce qui fait de la crise de la zone euro un sujet de préoccupation mondiale. Le monde ne prendrait que plus tard la mesure de ce que l'on qualifierait de « danger populiste ». En 2011, c'est la perspective d'une crise bancaire européenne qui retient l'attention des décideurs du monde entier. Si les bilans en milliers de milliards de dollars des banques françaises, allemandes, suisses, italiennes et espagnoles se mettent à vaciller, alors la City et Wall Street ne seront pas en sécurité. Et, comme en 2008, l'influence se ressent dans les deux sens. Si le retrait de fonds de sources américaines met les banques européennes sous pression, elles réduiront considérablement leurs activités aux États-Unis. Comme William Dudley, de la Fed de New York, l'a expliqué par la suite au Congrès : « Les fonds communs de placement du marché monétaire qui fournissaient un financement en dollars aux banques européennes pendant l'été et l'automne [2011] se retiraient. D'autres prêteurs, des grands gestionnaires d'actifs, se retiraient également des banques européennes. Et cela a amené ces banques à commencer à se replier de leur portefeuille de dollars [...]. Ça s'est passé à un rythme assez fébrile à la fin de l'automne et au début de l'hiver[21]. » La panique s'étend aux banques américaines elles-mêmes. À l'automne 2011, la prime sur les *swaps* de crédit bancaires américains commence à augmenter de façon inquiétante[22].

III

Le matin du 16 septembre 2011, le secrétaire au Trésor Geithner se rend à Varsovie pour assister, pour la première fois, à la réunion mensuelle des ministres des Finances et des banquiers centraux européens. Dans ses remarques, largement diffusées au grand public, il s'est apparemment exprimé au début avec une certaine humilité[23]. « Notre politique est terrible, peut-être pire qu'elle ne l'est dans de nombreuses régions d'Europe », a-t-il déclaré. La bataille du plafond de la dette n'avait pris fin au Congrès que six semaines auparavant. « Compte tenu des dégâts que nous avons causés dans le monde dans les premiers stades de la crise financière et compte tenu des défis que nous devons relever, nous ne sommes pas particulièrement bien placés pour vous conseiller, alors je me présente en toute humilité. » Puis il a soutenu que le « conflit en cours » entre les gouvernements européens et la BCE était « tout à fait dommageable ». « Vous devez, les gouvernements et les banques centrales doivent éliminer le risque catastrophique des marchés. » Maria Fekter, la ministre autrichienne des Finances, qui n'a pas sa langue dans sa poche, a par la suite commenté que le ton du secrétaire américain au Trésor avait en effet été « grandiloquent[24] ». Ce que Geithner propose, c'est la doctrine américaine classique de force maximale dans la lutte contre les sinistres. « Le pare-feu que vous construisez doit être perçu comme plus grand que le problème. Vous n'y arriverez pas en réduisant le problème pour qu'il corresponde à votre niveau actuel d'engagements financiers. […] Il est plus dangereux de procéder à une escalade graduelle et progressive que d'appliquer une force préventive massive. » Selon les propres estimations du Trésor, la zone euro a besoin d'un fonds d'au moins 1 000 milliards d'euros, l'idéal étant plutôt 1 500 milliards[25]. Reprenant une idée lancée par Mark Carney de la Banque du Canada et Philipp Hildebrand de la Banque centrale suisse, Geithner a fait valoir que le Fonds européen de stabilité financière devrait être utilisé pour lui donner

une puissance de feu suffisante afin de servir de pare-feu [26]. Le FESF pourrait emprunter sur le capital investi par les gouvernements européens. C'est une solution intéressante, mais controversée en Europe, en particulier en Allemagne, car en augmentant la puissance de feu du fonds, on augmente également le risque de pertes.

Ce sont les Européens qui ont invité Geithner à Varsovie. Mais dans le sillage du crash de Wall Street en 2008 et de la crise budgétaire au Congrès de juillet 2011, rarement, de mémoire d'homme, l'Europe a été moins disposée à écouter les conseils financiers des États-Unis. Jean-Claude Juncker refuse froidement de discuter de la proposition du fonds de sauvetage de Geithner avec un non-membre de la zone euro. Geithner, en sortant de la rencontre, n'a pas souhaité répondre aux questions de la presse. Comme l'a dit un analyste new-yorkais : « Je ne suis pas sûr qu'il soit productif pour le secrétaire Geithner de se rendre en Pologne, avec le ressentiment européen envers les États-Unis. [...] Je crains que cela ne pousse les Européens à se tirer une balle dans le pied[27]. » Ce diagnostic simplificateur n'en est pas moins correct. Mais la rebuffade infligée aux États-Unis est indéniable. Au retour de Geithner, le *New York Times* publie un article peu flatteur, comparant la réception à laquelle il a eu droit au triomphalisme des années 1990, lorsque le magazine *Time* avait salué ses mentors – Greenspan, Summers et Rubin – comme étant « le Comité des sauveurs du monde ». En septembre 2011, Sheila C. Bair, éternelle ennemie de Geithner en tant que présidente de la FDIC, déclare que les conseils du Trésor auraient paru plus convaincants s'ils avaient été formulés conjointement par les États-Unis et la Chine, un point que les Chinois défendraient eux aussi lors du prochain G20[28].

Quand les dirigeants de la finance mondiale se retrouvent à Washington pour la réunion annuelle du FMI, à la fin du mois de septembre 2011, l'ambiance est morose. Les institutions financières de la planète sont « au bord du gouffre », proclament-ils[29]. Larry Summers, qui a depuis peu quitté la Maison-Blanche,

affirme : « Aujourd'hui, alors que ces problèmes sont potentiellement à même de perturber la croissance dans le monde entier, tous les pays ont l'obligation d'insister pour que l'Europe trouve une voie viable[30]. » Les Européens ne peuvent pas continuer à prétendre que tout ce qui est en jeu, c'est la gouvernance de la zone euro. La réunion préalable du G20 a publié un communiqué soulignant que, face à la crise en cours dans la zone euro, « nous nous engageons à prendre toutes les mesures nécessaires afin de préserver la stabilité des systèmes bancaires et des marchés financiers comme il le faudra ». Geithner et son homologue britannique George Osborne réclament la fin de la « crise politique » de l'Europe. L'accent mis sur la politique est révélateur. Le ministre des Finances du Canada exprime son incrédulité face au fait que les sommets mondiaux parlent de la Grèce depuis janvier 2010[31]. Geithner met en garde contre une « cascade de faillites, de paniques bancaires et de risques catastrophiques » si l'Europe ne parvient pas à ériger un pare-feu assez ambitieux. Lagarde, depuis son nouveau point de vue à Washington, insiste sur le fait qu'il y a toujours « une voie vers la reprise », mais « beaucoup plus étroite qu'auparavant, et qui l'est de plus en plus[32] ». Et pourtant, une semaine après la réunion du FMI, le plan du FESF que Merkel va réussir à faire passer au Bundestag, est révisé à la baisse, et le ministre des Finances Schäuble dément publiquement tout plan visant à l'augmenter par moyen de levier. Les Européens, et les Allemands en particulier, n'ont toujours pas compris.

Durant la première semaine d'octobre, comme pour démontrer que les sombres présages émis de Washington ne sont pas que de l'alarmisme, la banque franco-belge Dexia, l'une des victimes de 2008 les plus exposées à la dette périphérique de la zone euro, subit une panique[33]. Une fois de plus, l'Autorité bancaire européenne s'est couverte de honte. Au cours de l'été, Dexia a passé avec brio le troisième test d'effort européen. Une analyse a révélé que les tests d'effort n'ont pas

permis de tenir compte des pertes résultant d'une restructuration de la dette grecque. En outre, ils ont complètement ignoré la question de la liquidité. En 2008, ce sont les appels de garantie qui avaient déclenché la catastrophe chez Lehman et AIG. En 2011, il en va de même avec Dexia[34]. La banque a souscrit un énorme portefeuille de *swaps* de taux d'intérêt sur lesquels elle doit désormais faire face à des demandes de dizaines de milliards d'euros de garanties. Les gouvernements belge et français ont été contraints à un renflouement coûteux au pire moment. Compte tenu de son impact potentiel sur la dette publique française, le gouverneur de la Banque de France, Christian Noyer, a dû nier les allégations selon lesquelles la note de la France pourrait être menacée[35].

Pendant ce temps, sur l'autre rive de l'Atlantique, on apprend que la firme de courtage haut de gamme MF Global connaît des difficultés. Les régulateurs américains ont ordonné à MF Global d'augmenter son capital net pour couvrir la position de plusieurs milliards de dollars qu'elle avait édifiée en obligations souveraines irlandaises, espagnoles, italiennes et portugaises. Prenant à rebours la légendaire grande position courte que les spéculateurs avaient établie contre les titres adossés à des créances hypothécaires en 2007, MF Global a pris une « grande position longue » sur la dette souveraine de la zone euro. La firme pariait sur le fait que d'autres investisseurs étaient en train de sous-estimer la stabilité de la zone euro et la valeur des obligations périphériques. Quand les investisseurs institutionnels, comme les fonds de pension et d'assurance et les banques, se sont déchargés leurs titres de la zone euro, c'est M F Global qui les a achetés. Comme cela a été le cas avec la grande position courte, on assiste à une compétition entre le sentiment du marché et la capacité de l'investisseur contrarien à rester liquide. En octobre 2011, le temps joue contre MF Global. L'appel du régulateur à davantage de capitaux déclenche des enquêtes sur ses bilans et révèle que, pour faire face à l'énorme pression du marché, il a puisé dans les fonds de ses

clients. À la fin du mois d'octobre, l'un des investisseurs les plus en vue à parier sur le fait que la zone euro a effectivement un avenir s'effondre[36].

Par une triste ironie, c'est précisément au moment où MF Global réclame une protection que la zone euro commence finalement à prendre des mesures en vue d'une résolution plus décisive de la crise. Le 23 octobre, les dirigeants européens se réunissent pour esquisser les contours d'un nouveau plan de stabilisation. Celui-ci implique une restructuration en profondeur de la dette, de nouveaux prêts pour la Grèce, une expansion du FESF, une recapitalisation des banques – enfin, tous les éléments d'une solution sont sur la table. C'est que les problèmes, à force, deviennent familiers. Cela ne signifie toutefois pas que la voie à suivre est évidente ou politiquement facile. Le 26 octobre, Merkel s'adresse au Bundestag pour lui annoncer que l'expansion du FESF qu'il a votée un mois auparavant n'a pas suffi et qu'il faudrait peut-être utiliser le fonds[37]. Promettant que, quoi qu'il advienne, l'engagement de l'Allemagne resterait plafonné à 211 milliards d'euros, Merkel obtient une fois encore la majorité dont elle a besoin. Avec l'approbation de l'Allemagne, du moins sur le plan officiel, les dirigeants européens se retrouvent une nouvelle fois à Bruxelles, l'après-midi du 26 octobre, pour finaliser le troisième plan de sauvetage pour la Grèce.

Composition et obligations estimées du Comité des créanciers (en milliards d'euros)

Membres du Comité directeur		Autres membres du Comité			
Allianz (Allemagne)	1,3	Ageas (Belgique)	1,2	MACSF (France)	N/A
Alpha Eurobank (Grèce)	3,7	Bank of Cyprus	1,8	Marathon (US)	N/A
Axa (France)	1,9	Bayern LB (Allemagne)	N/A	Marfin (Grèce)	2,3
BNP Paribas (France)	5,0	BBVA (Espagne)	N/A	MetLife (US)	N/A
CNP Assurances (France)	2,0	BPCE (France)	1,2	Piraeus (Grèce)	9,4
Commerzbank (Allemagne)	2,9	Crédit Agricole (France)	0,6	RBS (RU)	1,1
Deutsche Bank (Allemagne)	1,6	DekaBank (Allemagne)	N/A	Société Gén. (France)	2,9
Greylock Capital (US)	N/A	Dexia (Belg/Lux/Fra)	3,5	UniCredit (Italie)	0,9
Intesa San Paolo (Italie)	0,8	Emporiki (Grèce)	N/A		
LBB BW (Allemagne)	1,4	Generali (Italie)	3,0		
ING (France)	1,4	Groupama (France)	2,0		
National Bank of Greece	13,7	HSBC (RU)	0,8		

Note : Les estimations des obligations se rapportent à juin 2011, la composition du Comité à décembre 2011.

Source : Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch et Mitu Gulati, « The Greek Debt Restructuring : An Autopsy », *Economic Policy* 28, n° 75 (2013) : 513–563.

Cette fois, les PSI seront la pierre angulaire de l'ensemble de l'accord. La réduction sera considérable. Les banques et leurs actionnaires devront reconnaître des dizaines de milliards d'euros de pertes. La rumeur dit que les Allemands réclament 60 %. Les créanciers, négociant depuis des bureaux situés dans le sous-sol du bâtiment Justus Lipsius de l'UE, résistent, et ils constituent un groupe puissant. Malgré la liquidation continue des actifs obligataires périphériques, toutes les grandes banques françaises, allemandes et italiennes détiennent encore des obligations grecques en 2011. Les banques, les principaux fonds d'assurance et les fonds spéculatifs américains font de même.

Pour faire bouger cette puissante coalition d'intérêts financiers, il a fallu non seulement des incitations financières, mais aussi une énergique intervention personnelle de Merkel et Sarkozy. Le matin du 27 octobre, à 4 heures 04, un accord sur « l'échange volontaire d'obligations » à 50 % est annoncé [38]. Le plan prévoit de réduire la dette de la Grèce à moins de 120 % du PIB. Pour faire le lien, Athènes doit toucher 130 milliards d'euros supplémentaires, portant le total des prêts d'urgence perçus depuis 2010 à 240 milliards d'euros, soit plus de 100 % du PIB grec. Pour limiter les retombées de cette décision capitale, tous les autres États membres de la zone euro réaffirment solennellement « leur détermination inflexible à honorer pleinement leur propre signature souveraine ». Le FESF devrait être porté à près de 1 200 milliers de milliards d'euros par effet de levier, ou en utilisant ses ressources non pour consentir directement des prêts, mais comme un fonds d'assurance pour couvrir les pertes sur les titres privés. Et les banques européennes doivent se recapitaliser à hauteur de 106 milliards d'euros, même si c'est à elles qu'il revient de lever les fonds. Enfin, l'Europe a accouché d'un ensemble de mesures qui, au moins, s'attaque aux fondements du problème. La réduction de la dette, la recapitalisation et le soutien en sont les clés. La question de savoir qui paierait et comment exactement le FESF serait doté n'est pas encore réglée, mais avant que ces questions techniques essentielles puissent être abordées, l'Europe va devoir faire face aux retombées politiques.

IV

À la fin d'octobre 2011, après deux années de désastre économique et de panique financière, le système politique grec se disloque. Le taux de chômage s'établit maintenant à 19,7 %, contre 8 % en 2008. L'opinion publique est hors d'elle. Depuis le début de la crise, l'opposition grecque, tant de gauche que de droite, a toujours refusé de se joindre au gouvernement pour répondre aux exigences des créanciers étrangers. L'ensemble du programme d'austérité désastreux a été appliqué grâce à la majorité remportée par le PASOK en octobre 2009. Le parti en paie le prix. Au cours de la troisième semaine d'octobre, des manifestations géantes dans toute la Grèce dénoncent la dernière série de compressions. Les grèves sont d'une ampleur sans précédent. « Les éboueurs, les enseignants, les officiers de l'armée à la retraite, les avocats et même les magistrats ont débrayé[39]. » Un membre du parti communiste est tué dans des affrontements avec la police. Le 28 octobre, jour de commémoration de la résistance nationale, le vénérable président de la république Karolos Papoulias, lui-même ancien partisan, est hué par les manifestants à Salonique. Cherchant à reprendre la main, le Premier ministre Papandréou convoque une réunion de son parti dans la soirée du 31 octobre et déclare qu'il est temps d'appeler la majorité du peuple grec à l'action et d'infliger un camouflet à l'opposition afin qu'elle soutienne les mesures dictées par la troïka[40]. Il y aura un référendum – oui ou non au dernier programme de restructuration et d'austérité de la dette de l'UE.

C'est une décision politique sensée de la part de Papandréou, mais la Grèce dispose-t-elle toujours de la liberté de manœuvre qu'un référendum implique ? L'accord complexe qui a été annoncé aux premières heures du 27 octobre est le résultat de plusieurs mois de discussions éprouvantes entre Paris et Berlin, Bruxelles, la BCE et l'IIF représentant des créanciers du monde entier. Merkel s'est par deux fois imposée au Bundestag. Le plan

du 21 juillet a été ratifié par chaque parlement en Europe. Maintenant, sans avertissement, le Premier ministre grec ajoute un autre obstacle démocratique. Outre les marchés, comment les autres parlements vont-ils réagir ? Et si les électeurs grecs rejettent la proposition ? Papandréou, au moins, a averti au préalable Merkel de son coup de poker. Mais Paris n'en entend parler que le 31 octobre, et Sarkozy est ulcéré. Les Grecs remettent en cause l'ensemble du programme de stabilisation, et la France sait que le paquet est menacé. Le 2 novembre, Papandréou est convoqué à la réunion du G20 à Cannes, un forum auquel la Grèce n'est normalement pas invitée, pour s'expliquer[41].

Lors d'une conférence de presse à Cannes, Sarkozy et Merkel établissent les règles. S'il doit y avoir un référendum, il ne pourra poser qu'une seule question : « entrée ou sortie » de la zone euro. « Nos amis grecs doivent décider s'ils veulent ou non continuer le voyage avec nous. […] Nous souhaitons qu'ils restent dans l'euro, mais ils doivent respecter les règles. » Sinon, ils ne recevraient « pas un centime » des contribuables français et allemands. En fait, la majorité de la classe politique grecque et Barroso, en tant que président de la commission, juge trop risquée la proposition d'une campagne d'un mois pour le référendum. Du 3 au 4 novembre, lors de réunions parallèles à Cannes, Merkel et Sarkozy manœuvrent avec l'opposition grecque et l'ambitieux ministre des Finances de Papandréou, Evangelos Venizelos, pour faire échouer la proposition de référendum et mettre fin au mandat de Papandréou. Papandréou est remplacé par un technocrate à la main sûre, Lucas Papademos. Le nouveau Premier ministre grec est un économiste et banquier central formé aux États-Unis, un ancien vice-président de la BCE[42].

Une fois les Grecs rentrés dans le rang, la réunion de Cannes s'attaque au vrai sujet, la recherche d'une solution pour l'Italie. Si le pire vient à se réaliser, on pourra toujours laisser partir la Grèce relâchée. L'Italie, elle, doit être stabilisée. Le FMI a pris

une décision préventive visant à rétablir la confiance et proposé un programme de précaution de 80 milliards d'euros assorti de dispositions financières si strictes qu'il prive Berlusconi de toute marge de manœuvre[43]. Berlusconi refuse d'endosser le rôle qui lui a été assigné. Le seul résultat officiel de Cannes est un accord de Rome, qui accepte la supervision du FMI sur la base du volontariat, au nom de l'orgueil national, mais pas comme condition d'un prêt. Berlusconi fait effectivement savoir qu'il a rejeté une offre d'argent du FMI. L'Italie perd donc sur tous les tableaux : elle se retrouve stigmatisée parce qu'il a été envisagé de lui appliquer un programme du FMI, elle est contrainte d'accepter d'être surveillée, mais elle n'a pas accès à de nouvelles ressources.

Tel est, sur le moment, le bilan de la conférence de Cannes : la destitution du Premier ministre grec, l'impasse des négociations, l'absence d'aide pour l'Italie et un nouveau faux pas de Berlusconi. Trois ans plus tard, il est apparu que quelque chose de beaucoup plus dramatique s'était produit. La proposition italienne de Lagarde était accessoire. La véritable information, c'est que Paris et Berlin manœuvraient pour renverser le Premier ministre italien. Comme l'a dit Geithner dans les transcriptions compilées pour ses mémoires : « Les Européens, en fait, nous approchent doucement, indirectement avant la réunion de Cannes en disant : "Nous voulons essentiellement que vous nous aidiez à faire partir Berlusconi." En gros, ils voulaient qu'on leur dise que nous n'approuvions ni de fonds du FMI, ni de nouvelle escalade pour l'Italie, au besoin, tant que Berlusconi serait Premier ministre. C'était cool, intéressant[44]. » Geithner ne pouvait cacher son approbation : « Ce que je me suis vraiment dit, c'est que ce que faisaient Sarkozy et Merkel était fondamentalement juste, parce que ça ne fonctionnerait pas. L'Allemagne, le public allemand ne soutiendrait pas, genre, un pare-feu plus important, plus d'argent pour l'Europe tant que Berlusconi serait aux commandes dans ce pays. » Malheureusement, une autre page des observations sans

fard de Geithner a été expurgée. Dans ses mémoires, il dit avoir informé le président de cette « invitation surprenante » de l'Europe, mais conclut : « Nous ne pouvions pas nous impliquer dans un tel projet. » « Nous ne pouvons pas avoir le sang de [Berlusconi] sur les mains », a déclaré Geithner au président[45].

Mais que la Maison-Blanche accepte ou non cette « invitation surprenante », les jours de Berlusconi sont comptés. Son gouvernement se désintègre de l'intérieur. La Ligue du Nord refuse de participer aux changements du système de retraite exigés par le reste de l'Europe et le FMI. Le ministre des Finances, Tremonti, fait pression pour que Berlusconi démissionne[46]. Déjà, à la mi-octobre, Angela Merkel a téléphoné directement au président italien Giorgio Napolitano pour étudier d'autres solutions[47]. Napolitano, ancien apparatchik du PCI – l'eurocommuniste préféré de Henry Kissinger – convient qu'il est de « son devoir [...] de vérifier la situation des forces politiques et sociales » de l'Italie. Le 12 novembre, alors que sa coalition se disloque, Berlusconi perd un vote de confiance au Parlement et démissionne. Ce que la « situation » des « forces sociales et politiques » de l'Italie exigeait apparemment, c'est d'être dirigée par les technocrates. Le choix le plus évident est le professeur Mario Monti[48]. Comme le nouveau Premier ministre grec, il a une formation d'économiste universitaire aux États-Unis. Ses fonctions de commissaire européen au marché intérieur puis à la concurrence entre 1995 et 2004 lui ont valu d'être surnommé le « Prussien italien ». Après avoir quitté la commission, il a été conseiller international de Coca-Cola et Goldman Sachs et a fondé Bruegel, le plus influent des cabinets de consultants européens[49]. En 2011, devenu président de l'Université Bocconi, il est appelé au poste de Premier ministre. Pour que cette nomination à la tête du gouvernement soit possible, Monti, qui n'a jamais exercé de mandat électoral, reçoit de Napolitano le titre honorifique de « sénateur à vie ».

À la mi-novembre, les gouvernements de deux membres de la zone euro sont donc repris par des hommes sans

aucun parcours politique, et dont la principale qualité est qu'ils se conforment indéniablement aux marchés[50]. Les détracteurs dénoncent le réseau de connexions qui rattachent les principaux décideurs de la zone euro à Goldman Sachs et à ses transactions sur le marché obligataire en Europe[51]. Ce n'était sans doute pas une coïncidence si Monti, Draghi et Otmar Issing, le conseiller économique favori de Merkel, avaient tous travaillé pour Goldman. Mais il serait pour le moins trompeur de décrire cette évolution simplement comme une défaite de la démocratie face aux marchés mondiaux. De nombreux gouvernements ont chuté à cause de la pression des marchés. Mais Geithner a raison. La force motrice dans la zone euro, à l'automne 2011, est politique, pas économique. Berlusconi a dû partir, sans quoi le « public allemand », du moins celui représenté par le gouvernement de Merkel, n'aurait pas été d'accord avec un pare-feu européen plus important. L'effondrement de la démocratie grecque et italienne en 2011 est le résultat d'une combinaison toxique d'intégration financière massive et de l'insistance tenace de Berlin en faveur de l'intergouvernementalisme. L'absence de structures globales permettant de compenser les effets asymétriques de la crise fait qu'un État après l'autre a dû se conformer à la vision de la probité financière de Berlin. Autour de la chancellerie de Berlin, à la suite des changements en Grèce et en Italie, personne ne déplore la force oppressive des marchés. On peut au contraire entendre des hauts fonctionnaires se vanter : « Nous pratiquons le changement de régime mieux que les Américains[52]. »

Mais la logique malsaine de la crise est encore loin d'avoir dit son dernier mot. L'installation de « Prussiens » à la tête de deux des pays les plus endettés de la zone euro a sans aucun doute rasséréné Merkel et Schäuble. Mais en ce qui concerne les marchés, le caractère des gouvernements nationaux en Italie et en Grèce est une préoccupation secondaire. Ce que les marchés et le reste du G20 attendent, c'est la prochaine étape : un pas décisif vers un niveau plus élevé d'intégration européenne. Ce

qu'il faut, c'est une décision au sujet du FESF, et cela ne dépend pas de la Grèce ou de l'Italie. Il est nécessaire de surmonter les objections de l'Allemagne à un fonds de stabilisation plus important.

Aucun membre de la zone euro ne se risquerait à une confrontation directe avec Berlin, et Merkel le sait. Donc, la délégation allemande à Cannes est prise au dépourvu quand, le 4 novembre à 9 heures 30, Sarkozy convoqué les chefs de gouvernement pour une conférence sur la question italienne. Or, ce n'est pas Sarkozy qui préside la séance, mais Obama. Comme l'a déclaré un membre de la délégation allemande au *Financial Times* : « C'était étrange. [...] C'était [...] le signe que l'Europe n'était pas en mesure du faire ; c'était un signe de faiblesse[53]. » Il aurait été plus juste de dire que c'était un signe de la force et de l'obstination de l'Allemagne. Sarkozy a cédé la présidence à Obama dans l'espoir que le poids et l'influence de l'Amérique suffiraient à surmonter les objections politiques et juridiques de l'Allemagne à la solution dont la zone euro avait désespérément besoin. Comme l'a expliqué Obama : « Aux États-Unis, nous préférerions que la BCE agisse un peu comme la Réserve fédérale. » En d'autres termes, la BCE devrait calmer les marchés en achetant des obligations. Si la Bundesbank y mettait son veto parce que cela rendait floue la démarcation entre politique budgétaire et politique monétaire, ce dont l'Europe aurait besoin serait un véritable fonds d'achat d'obligations, doté d'un pouvoir d'achat effectif supérieur à 1 500 milliards d'euros, soutenu par le gouvernement. Compte tenu des limites du FESF existant, les Américains et les Français improvisent et proposent de compléter le fonds par des DTS émis par le FMI, puis d'user du levier financier de cette réserve élargie. C'est une solution technique habile, mais le subterfuge est trop évident. La Bundesbank n'acceptera pas un plan qui reviendrait à conférer une énorme influence à la FESF par le biais du FMI, des entités sur lesquelles elle n'a aucune influence directe[54]. Même les pressions d'Obama ne suffisent pas. Merkel suggère

que si l'Italie accepte d'être disciplinée par le FMI, elle pourra retourner au Bundestag pour obtenir l'autorisation d'une augmentation du fonds de sauvetage de la zone euro. Mais elle ne peut pas accepter le correctif SDR à effet de levier. Même si les dix-neuf autres membres du G20, soutenus par toutes les autorités financières du monde, insistaient sur le fait que c'était la meilleure voie à suivre, si la Bundesbank était contre, Merkel préférait laisser les marchés se déchirer.

À l'époque, le G20 n'a fait que constater le résultat négatif de la réunion. Un voile discret a été tiré sur les détails des discussions. Personne ne doutait de la nature de l'obstacle. Ce n'est que quelques années plus tard que des enquêtes dans les médias ont établi que Merkel avait frôlé un effondrement physique sous la pression d'Obama et de Sarkozy. Au bord des larmes, elle avait lâché : « Ce n'est pas juste. Je ne peux pas décider à la place de la Bundesbank : *Ich will mich nicht selbst umbringen* [je ne tiens pas à me suicider]. Je ne vais pas prendre un tel risque sans obtenir quoi que ce soit de l'Italie[55]. » À huis clos, on ne parlait plus de mondialisation, de démocratie et de marchés, ces abstractions que Merkel avait évoquées avec le pape. Ce qui définissait les paramètres d'une solution acceptable à la crise de la zone euro était la Constitution de la République fédérale, l'autonomie de sa banque centrale et les intérêts politiques du centre-droite allemand. Si les Américains trouvaient cela frustrant, a craché Angela Merkel, ils n'avaient qu'à s'en prendre à eux-mêmes. C'étaient eux qui avaient créé l'embryon de la Bundesbank en 1948 en tant qu'institution fondatrice de l'Allemagne de l'Ouest. À Cannes, en novembre 2011, c'est comme si l'ensemble de l'entente transatlantique en place depuis la Seconde Guerre mondiale avait été remis en cause.

Merkel ne jouait pas la comédie. Elle savait à quel point la majorité de sa coalition était étroite. Si elle était revenue à Berlin avec la proposition franco-américaine, elle aurait pu faire face à une grave mutinerie sur sa droite et à la nécessité de

procéder à des élections anticipées. Compte tenu des sondages d'opinion à l'époque, ce n'était pas une option intéressante pour elle. Le soutien de ses partenaires du FDP étant en train de s'effondrer, des élections allemandes à la fin de 2011 auraient fort bien pu aboutir à une majorité Rouge-Vert [56]. Ce n'était pas le résultat que Sarkozy voulait pour la crise de la zone euro. Face à la pression qui pesait sur la France, Paris n'était pas d'humeur à prendre des risques. Les Français et les Américains ont fait marche arrière.

V

La confrontation de Cannes en novembre 2011 est révélatrice de la gravité des tensions en Europe. Mais la zone euro en est sortie bloquée par l'obstacle allemand et divisée quant à son orientation future. Au siège de la BCE, que les Bundesbankers partisans de la ligne dure avaient quitté en signe de protestation, Jörg Asmussen, un fonctionnaire pragmatique et axé sur le marché, à tendance social-démocrate, occupe le siège allemand. Assez proche des Rubin, Summers et autre Orszag, c'est un des architectes de la mondialisation financière allemande du temps de la coalition Rouge-Vert en Allemagne, au début des années 2000. Ayant assisté de près au fonctionnement de la BCE et du G20, il a commenté le cruel dilemme auquel il était confronté : « Soit vous faites ce qui est bien pour l'Europe, et vous finissez crucifié en Allemagne, soit vous êtes le héros de la FAZ [la *Frankfurter Allgemeine Zeitung,* quotidien conservateur] et vous ruinez l'Europe[57]. »

La tension peut être ressentie même chez un acteur financier aussi important que la Deutsche Bank. Parmi les blogueurs financiers, un dossier PowerPoint circule qui montre que le département de recherche anglophone londonien de la Deutsche s'inquiète du fait que la zone euro a atteint un dangereux point de basculement, dont seule une intervention d'urgence de la BCE pourrait la sauver. Sans une telle intervention, l'Europe pourrait faire face à une boucle d'insolvabilité et d'illiquidité publique et privée[58]. Comme en Grèce, de mauvaises dettes souveraines feraient tomber les banques. Ou, comme en Irlande, les banques en faillite feraient baisser le crédit de l'État. Seule la BCE pourrait rompre cette boucle. C'était l'ingrédient qui manquait à tous les efforts de gestion de crise en Europe à ce jour. Pendant ce temps, depuis le siège de la Deutsche Bank à Francfort, le *Spiegel* cite le P-DG Josef Ackermann qui adopte la ligne de la Bundesbank[59]. « Si nous commençons à transformer la BCE en une banque qui fait

complètement autre chose que le maintien de la stabilité des prix, affirme le patron de la Deutsche, nous allons perdre la confiance des gens. » Il est là en désaccord avec ses propres analystes et ceux de toutes les autres grandes banques du monde anglophone, mais en Allemagne, c'est la ligne d'Ackermann qui prévaut. L'économiste en chef du géant de l'assurance Allianz déconseille « fortement les achats illimités d'obligations gouvernementales ». Si un pays n'est pas en mesure de mettre de l'ordre dans ses finances, il doit laisser parler les marchés. L'économiste en chef de la Commerzbank, Jörg Krämer, avertit que si « le virus de la méfiance se propage à la BCE, il aura de graves conséquences ». Les achats d'obligations de la BCE transféraient en permanence la richesse du nord au sud de l'Europe, sans légitimation démocratique et sans que les problèmes de la dette soient résolus. En attendant, même l'Allemagne n'est plus immunisée contre le virus de l'insécurité. Le 23 novembre 2011, le Bund connaît une enchère obligataire qualifiée par les observateurs du marché de « désastre complet et absolu », seuls 3,644 milliards sur 6 milliards d'euros d'obligations allemandes sur dix ans trouvant preneurs[60].

Il est clairement nécessaire que la zone euro soit reprise en main. Et cela ne peut venir que de Berlin. Le ministre des Affaires étrangères de Pologne, Radek Sikorski, ancien journaliste formé à Oxford, fait valoir ce point avec force. S'exprimant le 28 novembre 2011, en choisissant comme plate-forme le Conseil allemand des relations étrangères à Berlin, M. Sikorski exige « que l'Allemagne – autrement dit, Merkel – prenne les devants. Si elle le fait, la Pologne sera à ses côtés[61] ». Selon lui, la plus grande menace pour la sécurité et la prospérité de la Pologne aujourd'hui, ce n'est « pas le terrorisme, ce ne sont pas les talibans, et ce ne sont certainement pas des chars allemands. Ce ne sont même pas des missiles russes », que Moscou vient de menacer de déployer le long de la frontière orientale de l'UE. Selon Sikorski, le scénario le plus inquiétant est

l'effondrement de la zone euro, qui emporterait sans doute avec lui les États plus faibles à la périphérie de la zone euro. Et Sikorski de poursuivre : « Je demande à l'Allemagne, pour votre propre bien et le nôtre, de l'aider à survivre et à prospérer. Vous savez très bien que personne d'autre ne peut le faire. Je serai probablement le premier ministre des Affaires étrangères polonais à le dire, mais voilà : je crains moins le pouvoir allemand que je ne commence à redouter l'inactivité allemande. Vous êtes devenus la nation indispensable de l'Europe. Vous ne pouvez que diriger. »

Un mois après Cannes, durant la première semaine de décembre 2011, deux visions de l'avenir de l'Europe circulent à Bruxelles[62]. Celle à laquelle Merkel et Sarkozy souscrivent est une version actualisée de l'agenda convenu à Deauville en 2010 : la discipline budgétaire inscrite dans la loi et les accords internationaux. Pour la France, elle offre la sécurité de l'association avec l'Allemagne. Merkel, pour sa part, a besoin de Sarkozy pour contrer les allégations d'unilatéralisme allemand. Toutefois, compte tenu de l'élargissement et de l'aggravation de la crise en 2011, ce programme ne peut que paraître minimal et essentiellement négatif. Dans leur lettre commune au Conseil européen de début décembre, Merkel et Sarkozy ne prennent aucun engagement concernant la recapitalisation des banques et ne mentionnent pas la crise imminente du marché des obligations souveraines. D'un point de vue plus optimiste, le pacte budgétaire Merkel-Sarkozy est la condition politique essentielle pour que l'Allemagne prenne de nouvelles mesures. Mais à Bruxelles, on veut maintenant que ces mesures soient effectivement prises. Le 7 décembre, Van Rompuy, président du Conseil européen, publie son « rapport intérimaire ». Bien que le Conseil européen soit censé être le garant de la vision intergouvernementale minimale du traité de Lisbonne, sous la pression de la crise, Van Rompuy réclame désormais davantage d'audace. Il propose une augmentation majeure de la puissance financière du FESF/MES. Il devrait être possible,

dans des cas extrêmes, de recapitaliser les banques en difficulté de l'Europe, rompant ainsi le cercle vicieux. Et pour soutenir cette décision, dans une « perspective à plus long terme », M. Van Rompuy appelle l'UE à faire face au besoin de mutualisation de la dette. Réglementé par des critères stricts et sous la surveillance européenne nécessaire, il devrait y avoir une mise en commun du crédit européen, protégeant les membres les plus faibles grâce à la solvabilité des emprunteurs les plus forts, éliminant ainsi l'élément de panique des marchés qui rendait la situation de l'Italie intenable. Ces étapes, sous une forme ou sous une autre, sont ce que le G20 entier réclame. C'est ce que les voix progressistes en Europe préconisent. Du reste, l'idée d'euro-obligations bénéficie du soutien prudent de l'opposition allemande, le SPD. Mais pour Merkel, et en particulier pour ses partenaires de la coalition, le FDP, c'est un anathème. Et pour accroître encore l'indignation allemande, alors que le pacte fiscal de Sarkozy et Merkel doit être institué par un amendement solennel des traités de l'UE, Van Rompuy propose que ses mesures beaucoup plus ambitieuses soient acceptées par ce que l'on appelle la législation dérivée et un accord limité entre membres de la zone euro. Pour Berlin, c'est clair. Bruxelles use une fois de plus de ses « tours de passe-passe ».

À ce moment critique, une autre force intervient pour aggraver l'impasse. Outre la Pologne, le Royaume-Uni est l'un des autres membres importants de l'UE et non de la zone euro. Londres a suivi la crise de la zone euro avec un mélange de joie mauvaise et de frustration[63]. À la moindre occasion, le Premier ministre Cameron souligne aux membres de la zone euro la nécessité d'une intégration plus poussée, tout en exemptant Londres de tout engagement. Pour le bien de l'Europe, de la Grande-Bretagne et de l'économie mondiale, Londres exige que la zone euro évolue vers une union économique complète. Dans le même temps, pour Cameron, qui lutte pour contenir une recrudescence de l'euroscepticisme au sein du parti conservateur, la crise de l'Europe est l'occasion de

marchander. En exploitant les divisions au sein de la zone euro, Cameron pense pouvoir obtenir des concessions explicites pour la ville de Londres, en particulier une exemption de la taxe sur les transactions financières. Sarkozy s'est violemment opposé à de telles concessions et Merkel a besoin de la France bien plus que du Royaume-Uni. Lorsqu'il se rend compte de son isolement, Cameron annonce qu'il ne se contentera pas de s'opposer à un accord collectif entre les vingt-sept membres de l'UE[64]. Il exercera son droit de veto pour bloquer toute avancée vers une intégration plus poussée des membres de la zone euro.

Pour ce qui est de la relation entre la Grande-Bretagne et l'UE, c'est une séparation. Il est évident que, du moins du point de vue des conservateurs britanniques, une décision serait bientôt nécessaire afin de déterminer s'ils pourraient continuer à être membres coopératifs de l'Union. Pour la zone euro, ce qui ressort des affrontements du début décembre 2011, c'est le plus petit dénominateur commun entre les deux options proposées. L'Allemagne a obtenu son pacte budgétaire, même s'il n'a pas pris la forme du changement de traité souhaité par Merkel, mais la forme juridique minimale d'un accord intergouvernemental en dehors du traité de Lisbonne[65]. À l'avenir, les budgets de l'Europe devront être équilibrés ou excédentaires. Par un amendement constitutionnel ou son équivalent, les déficits devront être limités à 0,5 % du PIB. La Cour de justice européenne devra superviser la transposition de ces règles au niveau national. Les États qui accusent un déficit supérieur à 3 % du PIB seront passibles de sanctions automatiques, sauf opposition à la majorité qualifiée des États. Les pays dont l'endettement dépasse 60 % du PIB sont tenus de s'engager dans la réduction de la dette. C'est la vision allemande du frein à la dette transposée au niveau européen. Sur la question plus large du parachèvement de l'architecture de la zone euro, Merkel n'a rien concédé. Il n'y aura pas de responsabilité partagée pour les emprunts européens, pas d'euro-obligations, pas de recapitalisation des banques et pas d'augmentation de la taille du

FESF/MES. La seule concession de Berlin est qu'à partir de juillet 2012, le FESF improvisé sera remplacé par un mécanisme européen de stabilité permanent ayant le pouvoir d'intervenir sur les marchés obligataires secondaires, et l'adéquation du pare-feu de l'UE sera réévaluée dès mars 2012. Berlin a accepté de laisser reposer les fantômes de Deauville en limitant tout futur PSI aux normes établies par le FMI. Malgré l'intensité de la crise italienne et le drame à Cannes, c'est TOUJOURS l'Allemagne qui donne le ton.

L'intergouvernementalisme aboutissant à des solutions aussi minimes et essentiellement négatives, la seule agence fédérale puissante de la zone euro, la BCE, sera-t-elle à la hauteur ? Tous les regards sont tournés vers Mario Draghi, qui a pris la présidence de la BCE le 1er novembre 2011. Au Trésor à Rome dans les années 1990, il avait été un membre crucial de l'équipe qui avait fait entrer l'Italie dans l'euro. Depuis 2006, il était sous les projecteurs en tant que gouverneur de la Banque d'Italie. Auparavant, il avait été vice-président de Goldman Sachs, après un passage à la Banque mondiale. Il avait obtenu son doctorat en économie dans le berceau de la macroéconomie américaine, le MIT, dans les années 1970, en même temps que Ben Bernanke et Lucas Papademos, qui occupait actuellement le poste de Premier ministre grec. Au MIT, Mervyn King, de la Banque d'Angleterre, et Bernanke étaient camarades de bureau. Avec eux, la confrérie des banques centrales dispose au moins d'une réponse immédiate aux problèmes du système financier européen. Le retrait du financement de gros a exercé une pression énorme sur les banques et la pénurie de financement en dollars a été particulièrement grave. Cela fait terriblement penser à 2008. Pour atténuer les pressions sur le financement causées par le retrait des fonds monétaires américains, la Banque de France, entre autres, a eu recours à des mesures d'urgence pour mettre des dollars à la disposition des banques françaises[66]. Le 30 novembre, toutes les grandes banques centrales du monde – la Fed, la BCE,

la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon, la Banque nationale suisse et la Banque du Canada – rouvrent les lignes de *swap* mises en place en 2008 et réduisent le taux d'intérêt payé. La portée mondiale de l'accord est dite « de théâtre ». Les banques japonaises et canadiennes n'ont subi aucune pression. C'est encore une fois la zone euro qui avait besoin de dollars[67].

À l'été 2012, Mario Draghi apparaîtra comme le « sauveur de l'euro ». À ce titre, il sera diabolisé comme un inflationniste italien par la droite allemande et célébré par le monde anglophone en tant que banquier central compétent. Mais ce que cette vision de choses passe sous silence, c'est que la capacité de Draghi à changer les choses à l'été 2012 dépend d'une condition préalable essentielle : le soutien de Berlin. La force de la relation de Draghi avec Merkel est généralement attribuée à la finesse de Draghi en tant qu'homme politique[68]. Mais c'est ignorer que si les tenants allemands de la ligne dure s'opposent à tout activisme de la banque centrale européenne, la BCE a été un outil utile dès le début. Elle l'a fait discrètement, mais à plusieurs reprises, elle s'est effectivement éloignée de la position de la Bundesbank, reconnaissant que l'intervention de la BCE était le complément nécessaire au processus de transposition de la vision allemande de la réforme au reste de l'Europe. Malgré les protestations de la droite allemande, Merkel sait qu'elle peut compter sur les banquiers centraux de l'Europe. Elle n'a rien à craindre d'un conservateur fiscal et monétaire comme Trichet. Draghi est un partenaire idéal précisément parce qu'il est d'accord avec la vision de l'Allemagne quant à la manière de réviser l'État-providence européen[69]. En fait, cela fait partie de l'identité de Draghi en tant qu'économiste formé aux États-Unis et ancien de Goldman Sachs, tout comme sa vision élargie de la politique de la banque centrale.

Comme Draghi l'a rappelé aux lecteurs du *Financial Times* peu de temps après sa prise de fonctions à la BCE, il a vécu les rudes efforts de stabilisation de l'Italie dans les années 1990[70]. En août 2011, il a cosigné l'ultimatum de Trichet à Berlusconi

réclamant des changements dans les services publics et le marché du travail en Italie. Draghi a partagé avec son prédécesseur à la fois la frustration suscitée par les manœuvres évasives de Rome et le fait que les autres gouvernements européens aient fait traîner les choses. Le 1er décembre 2011, Draghi entame sa présidence de la BCE en se présentant devant le Parlement européen pour défendre le plan Merkel-Sarkozy de la discipline budgétaire[71]. Et il est sincère dans sa sympathie pour les exigences allemandes de « réforme ». Comme il le dit au *Wall Street Journal* en février 2012, le modèle social de l'Europe qui privilégiait la sécurité de l'emploi et le bien-être social avait « déjà vécu ». Comment parler de modèle social, quand 50 % des jeunes Espagnols sont au chômage[72] ? Les marchés du travail européens devraient être réinventés, vraisemblablement dans le sens du programme allemand Hartz IV. Lors de ses études au MIT dans les années 1970, raconte Draghi, ses professeurs américains s'étonnaient de la volonté de l'Europe de « payer tout le monde pour ne pas travailler. C'est fini ». Pour le nouveau chef de la BCE, il n'y a « aucun compromis possible » entre la réforme du marché du travail et l'austérité budgétaire. « Un retour en arrière sur les objectifs budgétaires susciterait une réaction immédiate du marché », et Draghi précise qu'il n'a aucune intention d'adoucir cette discipline. En décembre 2011, lors d'un entretien avec le *Financial Times,* il refuse de discuter de la possibilité de placer la BCE derrière le FESF en tant que garant ultime du pare-feu de l'UE. Il n'acceptera pas non plus de parler d'assouplissement quantitatif pour l'Europe. Il a entamé son mandat en insistant sur le fait que le programme d'achat d'obligations de Trichet, le programme du marché des valeurs mobilières, n'est ni « éternel ni infini[73] ». En effet, compte tenu de la réputation de Draghi, il convient de répéter, dès 2012, sa première année de mandat, l'achat d'obligations par la BCE a cessé. Sa priorité est de restaurer « un système dans lequel les citoyens recommenceront à se faire confiance et où les gouvernements respectent la discipline budgétaire et

les réformes structurelles ».

Ce que Draghi est prêt à faire immédiatement, c'est soutenir les banques[74]. Les lignes de *swap* sont un mécanisme. Un autre consiste à relancer le dispositif familier de financement bancaire bon marché de la BCE. Les marchés du crédit étant échaudés, en 2009 et 2010, les banques européennes ont été obligées de recourir à des sources de financement de plus en plus courtes, qui doivent maintenant être renouvelées. Si elles ne peuvent pas trouver de nouveaux financements, la zone euro serait menacée d'un resserrement majeur du crédit[75]. En octobre 2011, la BCE avait déjà annoncé qu'elle offrirait des liquidités au système bancaire européen sous la forme d'une opération de refinancement à long terme (LTRO) – des prêts à long terme à des taux d'intérêt très favorables[76]. Draghi ouvre le bal, offrant des financements à des taux favorables sur une durée sans précédent de trois ans et avec des garanties beaucoup plus faibles[77]. Le 21 décembre 2011, 523 banques récoltent 489 milliards de financement en euros. En février, on recense 800 preneurs pour 500 milliards supplémentaires. Lors de la première tranche de la LTRO, 65 % sont allés à des banques en périphérie, en Italie, en Espagne, en Irlande et en Grèce.

Bien que Draghi se soit empressé d'expliquer que ce n'était « évidemment pas du tout l'équivalent de l'achat d'obligations par la BCE », les milliers de milliards d'euros de prêts LTRO se répercutent à terme sur les achats bancaires de dette souveraine[78]. La demande en marchés obligataires et en baisse des rendements s'accroît. Ce qui soutient le marché de la dette souveraine. Cela permet aux banques d'enregistrer facilement des bénéfices sur le spread entre le 1 % facturé par la BCE et le 5 % offert aux détenteurs d'obligations d'État italiennes[79]. Mais comme en 2009, cela a un prix. Plutôt que de permettre aux banques européennes fragiles de se décharger d'actifs douteux en échange d'une trésorerie sûre, comme le faisait l'assouplissement quantitatif aux États-Unis, le programme de la BCE renforce leurs avoirs en dette publique périphérique[80]. Les banques

espagnoles et italiennes ont été particulièrement proactives. Les banques et les souverains sont ainsi plus étroitement liés. Et ni les unes ni les autres ne sont en sécurité. Le 14 janvier, S & P a procédé à une révision de ses notes souveraines européennes et en a déclassé sept. La France et l'Autriche ont perdu leur cote AAA. Le Portugal a été réduit à « spéculatif ». Au sein de la zone euro, seuls l'Allemagne, les Pays-Bas, la Finlande et le Luxembourg ont conservé leur note AAA convoitée. Même le propre fonds de sauvetage de la zone euro, le FESF/MES, risquait d'être dégradé. Les Européens ont protesté, de même que Washington après sa dégradation par S & P, mais cette fois, l'agence de notation tient bon. Des mois de négociations n'ont « pas abouti à une percée de dimensions suffisantes » pour garantir l'optimisme quant à l'avenir de la zone euro[81]. Malgré le Sturm und Drang de l'automne 2011, l'impasse politique est toujours là. Tout est une question de temps, et c'est Berlin qui a donné le ton. Au sommet du G20, à l'extérieur du palais des Festivals de Cannes, le 5 novembre, Merkel avait déclaré : « La crise de la dette ne sera pas résolue d'un coup, et il est certain qu'il nous faudra une décennie pour retrouver une meilleure position[82]. » C'est révélateur de l'horizon temporel de l'Allemagne, mais la question est de savoir si le reste de l'Europe dispose du temps nécessaire.

Chapitre 18
QUOI QU'IL EN COÛTE

Au premier semestre de 2012, c'est au Mexique d'assumer la présidence tournante du G20. Le vendredi 20 janvier 2012, une semaine après le déclassement par S & P des souverains de la zone euro, des responsables financiers du monde entier se réunissent à Mexico. À leur ordre du jour se trouve une requête exceptionnelle. Les membres de la zone euro du G20 appellent le reste du monde à contribuer de 300 à 400 milliards de dollars supplémentaires pour permettre au FMI de soutenir la lutte contre la crise, non dans un marché émergent ou dans l'un des pays les moins développés d'Afrique subsaharienne, mais en Europe. Les membres non européens du G20, menés par les États-Unis, la Chine et le Brésil, examinent la requête européenne et la rejettent. Comme le ministre adjoint des Finances du Mexique le dit à la presse : « Les mesures prises par l'Europe sont prises en compte. Mais il est aussi certain qu'il faut faire plus[1]. »

Dans le tumulte des événements mondiaux, c'est à peine si l'incident méritait l'intérêt des médias. Mais le lieu de la réunion, la nature de la demande et la réponse des autres membres du G20 en font un moment historique remarquable. C'est également révélateur de l'état précaire auquel la zone euro a été réduite par les batailles meurtrières de 2011. Le G20 et S & P sont d'accord : les Européens n'en ont pas fait assez. Ils ne se sont pas sérieusement attaqués aux instabilités fondamentales concernant le marché des obligations souveraines et la recapitalisation des banques, qui avaient amené le FMI à s'engager en Europe en 2010. Ils ont finalement reconnu l'insolvabilité de la Grèce et sont sur le point de restructurer leur dette. C'est crucial, mais la décote des créanciers grecs n'a fait que renforcer la pression

sur les marchés obligataires. Sur le plan politique, l'Europe a satisfait aux exigences de l'Allemagne sur l'austérité, ce qui, promettait Berlin, devait ouvrir la voie à de nouvelles étapes menant à l'intégration. Mais le mois de décembre 2011 a révélé à quel point Berlin est réticent à faire le pas suivant. Pendant ce temps, le consensus qui s'est établi autour des politiques d'austérité en 2010 commence à s'effriter.

Le pacte fiscal européen de décembre 2011 a été imposé par la force de la coopération franco-allemande. Mais Sarkozy se prépare à la présidentielle de mai 2012, et ses principaux rivaux pour la présidence, les socialistes, font campagne contre l'accord. C'était prévisible. Ce qui l'était moins, c'était que le FMI lui-même demandait de le repenser. Lors de son briefing pour la réunion plénière des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales qui se tient à Mexico, les 25 et 26 février 2012, le discours du FMI est frappant. Le « risque primordial » pour l'économie mondiale était une intensification, à l'échelle mondiale, du « paradoxe de l'épargne ». Alors que les ménages, les entreprises et les gouvernements du monde entier essaient tous de réduire leurs déficits en même temps, le risque d'une récession globale s'accroît. « Ce risque est exacerbé, poursuit le FMI, par des systèmes financiers fragiles, des déficits publics et une dette élevés et des taux d'intérêt déjà faibles, qui rendent l'environnement actuel propice à des équilibres multiples – des résultats qui se perpétuent d'eux-mêmes du fait du pessimisme ou de l'optimisme, notamment dans la zone euro[2]. » C'est en Grèce que les paradoxes de l'épargne sont les plus visibles.

I

Dans la lutte acharnée pour parvenir à l'accord d'octobre 2011 sur la dette grecque, tout le débat est porté sur le budget grec et les concessions que devaient faire ses créanciers. La décote de 50 % a été imposée dans l'espoir d'amener la Grèce à un niveau d'endettement de 120 % du PIB. À partir de là, selon la procédure d'ajustement fiscal obligatoire spécifiée dans le pacte budgétaire d e Sarkozy et Merkel, il serait possible de ramener la Grèce à un taux d'endettement de 60 % du PIB, objectif initialement fixé dans le traité de Maastricht. L'arithmétique fiscale est séduisante, mais elle fait fi des boucles de rétroaction mises en évidence par le FMI. Le problème pour parvenir à une dette viable, c'est le PIB de la Grèce, en chute libre, autant que son niveau d'endettement élevé. Au moment des discussions au Mexique au début de 2012, il est clair que l'accord conclu trois mois auparavant n'est plus viable non parce que le gouvernement grec ou les créanciers ont renoncé, mais parce que l'économie grecque se contracte trop vite[3].

Pour beaucoup de gouvernements européens, à ce stade, trop, c'est trop. Ils ne peuvent pas demander à leurs parlements d'envisager un autre sauvetage grec. Il est temps d'envisager des options plus radicales. Plutôt que d'essayer de gérer une restructuration négociée, il serait peut-être préférable d'abandonner la Grèce à son sort. Un défaut de paiement total pourrait entraîner le départ de la Grèce de la zone euro. Mais elle serait au moins libérée de ses dettes. Et s'il lui est impossible d'emprunter davantage, Athènes sera forcée d'adopter une discipline fiscale par souci de survie. C'est au début de l'année 2012 que l'on commence secrètement à se préparer à l'éventualité d'un Grexit[4]. Les travaux sur ce que l'on appelle le Plan Z se poursuivront jusqu'en août 2012, date à laquelle ils sont finalement interrompus par Berlin. Ils sont interrompus car le résultat des exercices de planification est toujours le même. Ce serait probablement ruineux pour la Grèce et les conséquences

du Grexit pour le reste de l'Europe sont totalement imprévisibles. Elles sont imprévisibles car l'Europe ne s'est toujours pas dotée d'un bouclier adéquat pour protéger les autres membres fragiles de la zone euro des retombées d'une faillite grecque. C'était pour renforcer et étendre ce filet de sécurité inadéquat que les Européens demandaient au G20 de soutenir une facilité élargie du FMI. Mais la réponse du G20 a été sans ambiguïté. Le reste du monde considérerait le Grexit comme un échec non seulement de la Grèce, mais aussi de la part des plus grands États européens qui prétendaient à une stature mondiale en tant que membres du G20. Le 19 février 2012, le Japon et la Chine, dans une rare démonstration d'unité, déclarent qu'ils sont disposés à soutenir l'appel en faveur d'une augmentation des financements du FMI, mais seulement si les Européens accroissent les moyens du mécanisme européen de stabilité, ce que l'Allemagne s'entête à empêcher [5]. Les Européens doivent d'abord s'aider eux-mêmes.

L'expansion de l'ESM intervient à la fin du mois de mars [6]. Berlin a bloqué toute initiative vraiment spectaculaire. Mais en comptant l'argent déjà versé à la Grèce, en permettant aux facilités du FESF de se poursuivre et en faisant passer la limite de prêt combinée du FESF et du MES à 700 milliards d'euros, l'Europe pourrait mobiliser un pare-feu de 800 milliards d'euros ou de « plus de 1 000 milliards de dollars ». Une manipulation qui permet au conseil d'administration du FMI de soutenir les efforts de stabilisation de l'Europe. Mais ce à quoi personne en Europe n'est prêt au début de 2012, c'est à une renégociation de l'accord grec d'octobre 2011 [7]. Les gouvernements ont engagé 130 milliards d'euros et c'est la limite. Si la Grèce continue à s'éloigner de la viabilité, il incombe au gouvernement grec de faire de nouvelles économies et aux créanciers de faire de nouvelles concessions. Un nouveau cycle de négociations avec l'IIF a débuté en février, entraînant une augmentation de la décote de 50 à 53,5 %. Ce qui reste de la dette grecque serait échangé contre des obligations à deux ans adossées au FESF et

des obligations à long terme assorties de coupons faibles. Pour que cette modeste avance sur le programme d'octobre offre un espoir de viabilité budgétaire, il faudrait qu'Athènes fasse montre d'une discipline extrême, ce qui amène à se poser la question suivante. Après avoir renversé le Premier ministre Papandréou, lors d'un coup d'État en coulisses, après avoir fait avorter sa proposition de référendum, la troïka a mis en place un gouvernement coopératif à Athènes. Par conséquent, Papademos, le banquier central devenu Premier ministre, manque de légitimité. Des élections sont prévues pour avril 2012 et il va sûrement perdre. Le principal parti d'opposition, la Nouvelle Démocratie, a présidé au déclenchement de la crise et a toujours refusé de soutenir le gouvernement de Papandréou dans les négociations depuis 2010. Cela a fragilisé dès le départ tout nouvel accord avec Athènes. Comment régler le cas des Grecs ? Le ministre allemand des Finances Wolfgang Schäuble déclare avec une certaine franchise qu'il serait peut-être préférable pour les Grecs de ne pas organiser d'élections [8]. La suspension de la démocratie grecque permettrait de mettre en œuvre les principales mesures avant que les électeurs puissent s'exprimer. Mais cette suggestion suscite l'indignation à Athènes. Ainsi, tout ce que la troïka parvient à arracher, c'est la promesse du chef de la Nouvelle Démocratie, Antonis Samaras, jusqu'à présent évasif, de se conformer à tout accord négocié par ses prédécesseurs. Quoi qu'il advienne lors des élections, le programme budgétaire sera prioritaire. Sur cette base, la Grèce et ses créanciers s'engagent dans un nouveau cycle du « faire comme si ».

Il peut sembler indûment méprisant de décrire la restructuration de la dette de 2012 en ces termes – comme rien de plus que la poursuite des mesures improvisées qui caractérisent la crise de la dette grecque depuis le début. La restructuration imposée aux créanciers de la Grèce entre février et avril 2012 est la plus importante et la plus sévère de l'histoire, plus importante en termes corrigés sur l'inflation que

le défaut de la Russie après la révolution ou le défaut de l'Allemagne dans les années 1930[9]. Au 26 avril 2012, 199,2 milliards d'euros d'obligations d'État grecques ont été convertis en échange de 29,7 milliards en équivalent de trésorerie à court terme prélevés sur le FESF et 62,4 milliards de nouvelles obligations à long terme à des taux préférentiels. Au total, les créanciers privés grecs ont concédé une réduction de 107 milliards d'euros. Compte tenu du remboursement beaucoup plus tardif des nouvelles obligations à long terme, la valeur actualisée nette des créances sur la Grèce a été réduite de 65 %. En décembre 2012, les créances des créanciers privés ont encore été réduites par le rachat des obligations à long terme récemment émises.

Dette publique grecque avant et après la restructuration de 2012

	Déc. 09	Fév. 12	Déc. 12	Fév. 12	Déc. 12
		Mds euros		% de la dette	
Obligations détenues par des créanciers privés		205,6	35,1	58,7	12,2
Bons du Trésor détenus par des créanciers privés		15	23,9	4,3	8,3
UE/FESF		52,9	161,1	15,1	56,0
BCE/Banques centrales nationales		56,7	45,3	16,2	15,8
FMI		20,1	22,1	5,7	7,7
Dette totale	**301**	**350,3**	**287,5**	**100,0**	**100,0**

Source : Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch et Mitu Gulati, « The Greek Debt Restructuring : An Autopsy », *Economic Policy* 28, n° 75 (2013) : 513–563.

Le problème est que les fonds destinés à faciliter la transaction et inciter les créanciers à procéder à la dépréciation « volontaire » ne sortent pas de nulle part. Tout comme l'argent pour la recapitalisation des banques grecques à la suite de la restructuration, ou pour le rachat de décembre 2012. Tout cela a été financé par de nouveaux emprunts à la troïka. Par ailleurs, les 56 milliards d'euros d'obligations grecques détenus

par la BCE ont été exemptés de la restructuration de 2012. La réduction globale du fardeau de la dette de la Grèce est donc bien inférieure à celle annoncée. À la suite de la restructuration de la dette en 2012, la dette publique de la Grèce a été réduite de 350 milliards à 285 milliards d'euros, soit une réduction de 19 %. La transformation vraiment spectaculaire ne tient pas au montant de la dette, mais à qui elle est due : 80 % sont désormais dus aux créanciers publics – le FESF, la BCE ou le FMI. En effet, l a Grèce a échangé une réduction de ses obligations envers les créanciers privés de 161,6 milliards d'euros contre une augmentation des obligations envers les créanciers publics de 98,8 milliards d'euros.

Cette substitution est la seule constante dans la politique sans cesse changeante de la dette grecque : les créances publiques ont remplacé les dettes privées. Et cela se voit encore plus clairement si l'on considère non l'encours de la dette, mais les flux de fonds[10]. Sur les 226,7 milliards d'euros que la Grèce devait recevoir de sources européennes et du FMI entre mai 2010 et l'été 2014, la grande majorité est repartie de Grèce au titre du remboursement et du service de la dette. Les créanciers en Grèce et ailleurs ont reçu 81,3 milliards d'euros de remboursement de principal. Les créanciers qui avaient la chance d'avoir une dette arrivant à échéance avant la date de la restructuration ont été intégralement payés. C'est justement l'arbitraire de ce résultat qui pousse le FMI, dans des circonstances normales, à s'opposer aux prêts d'urgence aux débiteurs insolvables. Pour la Grèce, il a fait une exception pour des raisons « systémiques ». De surcroît, 40,6 milliards d'euros ont été utilisés pour effectuer des paiements d'intérêts réguliers, à nouveau aux créanciers tant en Grèce que dans le reste du monde. Pour faciliter l'échange de dette de 2012, 34,6 milliards d'euros ont été utilisés pour inciter ceux qui s'accrochaient à leurs obligations. La recapitalisation des banques grecques, dont les bilans ont été détruits par la restructuration, a nécessité 48,2 milliards d'euros. Cela signifie qu'au total, sur les 226,7 milliards d'euros de prêts d'assistance

reçus par la Grèce, seuls 11 % ont été utilisés pour répondre aux besoins du déficit public grec et directement au profit du contribuable grec.

Le marché obligataire n'est plus le principal arbitre du destin financier de la Grèce. Il a été remplacé par tout le poids de la troïka, du FMI, de l'UE, de la BCE et des gouvernements nationaux européens. C'est maintenant avec eux qu'Athènes devrait négocier son avenir financier. Ce qui a deux conséquences[11]. D'une part, en tant que prêteurs non marchands, la Greek Loan Facility (GLF) et le FESF peuvent décider des conditions de prêt par décret politique. En 2010, les conditions ont été impitoyables. Au printemps 2012, le FESF propose des prêts à long terme à Athènes à des conditions avantageuses. Bien que le montant total de la dette reste exorbitant, les redevances annuelles sur le service de la dette sont plus modestes. En revanche, sans le « coussin privé », la politique de la dette grecque est désormais sévère. Les concessions accordées à la Grèce se sont faites directement aux dépens de la troïka, autrement dit, avant tout, les contribuables du reste de l'Europe. Les négociations seront difficiles et ouvertement politiques. Et elles ne peuvent pas être évitées. La restructuration de 2012 n'a pas répondu à la question de la solvabilité de la Grèce. Celle de la restructuration reviendrait sur le tapis.

En 2009, au début de la crise, la dette publique de la Grèce était d'environ 299 milliards d'euros[12]. En raison de la crise, elle a atteint 350 milliards d'euros. L'accord de 2012 l'a ramenée à 285 milliards d'euros. Cependant, du fait de la récession, de la crise de la zone euro et des politiques exigées par les créanciers, l'économie grecque s'est effondrée. Alors que le PIB de la Grèce s'élevait à environ 240 milliards d'euros en 2009, il chuterait à 191,1 milliards d'euros en 2012[13]. Si les dettes de la Grèce n'étaient pas viables en 2009, en 2012, même en tenant compte des concessions accordées par les créanciers officiels, c'était clairement toujours le cas. Dans l'intervalle, la société grecque avait été malmenée au point d'être

méconnaissable.

En 2008, le chômage grec était de 8 %. Quatre ans plus tard, il augmente inexorablement vers les 25 %. La moitié des jeunes Grecs sont sans emploi. Dans un pays de dix millions d'habitants, un quart de million de personnes sont nourries quotidiennement grâce aux banques alimentaires et aux soupes populaires de l'Église. Dans le même temps, le Parlement grec n'est plus qu'une usine qui recrache les décrets exigés par la troïka. Dans les dix-huit mois qui ont suivi le renflouement de mai 2010, le parlement d'Athènes a adopté 248 lois, une tous les trois jours. En 2012, ce ne sont pas seulement les syndicalistes et la gauche grecque qui s'insurgent. Les juges, les militaires et les fonctionnaires résistent à la subordination de l'État grec. Et il y a d'autres moyens d'exprimer le mécontentement et la méfiance. Au printemps 2012, le drainage des fonds des banques grecques s'accélère à un rythme alarmant. À l'approche des élections prévues en mai 2012, le système de l'euro injecte discrètement des milliards de dollars en Grèce pour préserver un semblant de normalité. Au total, 28,5 milliards d'euros sont transportés discrètement par avion en Grèce pour dissimuler l'étendue de la panique bancaire[14].

Le 6 mai, la population peut enfin donne son avis. Le résultat prouve, de façon spectaculaire, à quel point l'électorat a perdu toute illusion[15]. Le PASOK, le parti qui, depuis les années 1970, était identifié plus que tout autre à la transformation démocratique de la Grèce et qui avait eu le malheur de gouverner au plus fort de la crise, a vu ses voix passer de 43,9 à 13,2 %. Le nouveau mouvement de gauche, Syriza, avec le KKE communiste, a recueilli presque deux fois plus de voix que le PASOK. À droite, la Nouvelle Démocratie a dégringolé de 34 % à 18 %, tandis que l'Aube dorée fasciste a obtenu 7 %. Même avec le bonus parlementaire de cinquante sièges accordé à la Nouvelle Démocratie en tant que principal parti dans les sondages, aucun gouvernement ne peut être formé. De nouvelles élections sont organisées pour le 17 juin. En attendant, la Grèce est en

suspens. Il n'y a pas de mandat pour un gouvernement prêt à accepter la responsabilité des mesures que l'Eurogroupe définit comme essentielles pour le maintien du pays dans la zone euro. Comme Schäuble et de nombreux autres politiciens européens l'ont clairement indiqué, le vote grec en juin serait un référendum sur son adhésion à l'euro[16].

II

Les Grecs ne sont pas les seuls électeurs à rendre leur verdict sur le bilan de l'Europe le 6 mai 2012. Le même jour, au second tour de l'élection présidentielle française, les électeurs rejettent Sarkozy en faveur du socialiste François Hollande[17]. La promesse d e Sarkozy de veiller à ce que la France emboîte le pas à l'Allemagne ne correspondait pas au souhait des électeurs. Hollande a fait campagne sur un programme anti-privilèges, anti-banques, et propose de taxer les gros revenus et les transactions financières[18]. Il a promis de renégocier le pacte fiscal Merkozy de décembre 2011. La solution pour des finances saines, selon le nouveau gouvernement français, n'est pas l'austérité, mais la croissance. Point crucial, les socialistes, avec Hollande, n'ont pas gagné que la présidence française. Ils ont également remporté les élections à l'Assemblée nationale en juin[19]. Apparemment, une forte majorité, en France, non en faveur de la vision de Merkozy, mais pour le changement.

Un point de vue partagé par la gauche en Allemagne. Bien qu'il ait cosigné le frein à l'endettement de l'Allemagne, le SPD s'inquiète des développements désastreux dans la zone euro. Il a le vent en poupe dans les sondages, et ce que le SPD réclame en 2012, c'est que l'on se concentre non pas sur la dette et la viabilité budgétaire, mais sur la croissance. Et cet appel bénéficie d'un soutien inattendu : le FMI. L'accent mis sur le paradoxe de l'épargne lors du briefing du G20 à Mexico a été le premier signe d'un changement majeur dans les réflexions du FMI sur la politique budgétaire[20]. À l'été 2012, ses équipes revoient les prévisions du printemps 2010, quand la crise de la zone euro a éclaté, et elles s'aperçoivent qu'elles avaient alors systématiquement sous-estimé l'impact négatif des coupes budgétaires. Si elles ont abordé la crise en pensant que le multiplicateur se situait en moyenne autour de 0,5, elles concluent maintenant qu'à partir de 2010, il avait dépassé 1[21]. Ce qui signifiait que la réduction des dépenses publiques de 1 euro

réduirait l'activité économique de plus de 1 euro. La part de l'État dans l'activité économique a donc augmenté plutôt que diminué comme le supposaient les programmes. C'est une admission stupéfiante. Une mauvaise économie et des hypothèses empiriques erronées ont conduit le FMI à défendre une politique qui a détruit les perspectives économiques d'une génération de jeunes en Europe du Sud.

La coalition conservatrice à Berlin était en train de perdre son emprise. Lors de l'élection présidentielle française, l'engagement de Merkel aux côtés de Sarkozy a été sans faille. Elle a refusé d'apparaître, même de façon symbolique, avec Hollande, qui conteste publiquement le pacte budgétaire. C'était probablement à l'avantage de Hollande. Maintenant, Berlin devrait garder le cap sans son principal partenaire européen[22]. Les problèmes de Merkel ne se trouvent pas seulement de l'autre côté du Rhin. Chez elle, la popularité du gouvernement CDU-FDP a baissé. La coalition s'est appuyée sur le soutien extraordinaire dont a bénéficié le FDP eurosceptique libéral en 2009 à la suite de la première phase de la crise et des renflouements impopulaires des banques. En 2012, ce soutien s'estompe. Le 13 mai, la CDU vit des élections régionales importantes en Rhénanie du Nord-Westphalie (NRW)[23]. Avec une population de 17 millions d'habitants et un PIB presque trois fois supérieur à celui de la Grèce, la NRW est le plus grand Land fédéral. Abritant la Ruhr, c'est une ancienne zone industrielle qui lutte pour trouver sa place dans un monde où la Chine, et non l'Allemagne, produit de l'acier. De manière révélatrice, la NRW est le théâtre d'élections anticipées en raison de l'incapacité de son gouvernement régional à rédiger un budget conforme au frein à l'endettement imposé par la grande coalition à l'Allemagne en 2009[24]. Le SPD enregistre une belle progression. Un nouveau parti contestataire, les Pirates, entre au parlement régional, et la CDU de Merkel chute à 26 %. C'est de loin le pire résultat pour son parti dans ce Land crucial depuis la fondation de la République fédérale[25].

Et, comme pour aggraver les bouleversements politiques de

mai, la dernière réplique de la crise immobilière a frappé en Espagne. Avec l'Irlande, l'Espagne a eu la particularité de connaître l'une des bulles immobilières les plus extrêmes au monde. Lorsqu'elle a éclaté, l'effet, comme en Irlande, a été dévastateur. La différence réside dans le fait que l'Espagne compte plus de 45 millions d'habitants, contre 4,5 millions en Irlande. Avant la crise, l'économie de l'Espagne était comparable à celle du Texas. L'éclatement de la bulle espagnole a donc été un événement de proportions macroscopiques. À mesure que le marché immobilier s'effondrait, le taux de chômage en Espagne a augmenté. Sur les 6,6 millions de nouveaux chômeurs dans la zone euro entre 2007 et 2012, 3,9 millions ont été enregistrés en Espagne, soit 60 % de ce total. Aussi terrible que soit la situation en Grèce, elle pâlit en comparaison et ne représente que 12 % de l'augmentation du chômage dans la zone euro. Le taux de chômage des jeunes en Espagne, le plus catastrophique de tous, atteint 55 % à l'été 2012[26]. Même en tenant compte d'une économie noire importante, les statistiques sont consternantes.

À la différence de Dublin, le gouvernement social-démocrate espagnol a réussi à éviter que les maux de ses banques hypothécaires, les *cajas* régionales, ne fassent les gros titres durant la première phase de la crise mondiale[27]. En 2010, les *cajas* les plus faibles, dont beaucoup sont liées aux deux principaux partis politiques espagnols, ont été regroupées dans une structure de « défaisance », Bankia/BFA. Le nombre de *cajas* a été réduit de 45 à 17, mais au prix de la création d'une entité plus grande et plus dangereuse. Avec 328 milliards d'euros, le bilan de Bankia a atteint 30 % du PIB espagnol. Sans surprise, malgré l'approbation des banques d'investissement mondiales, la tentative de vendre des actions de Bankia à des investisseurs mondiaux a été un échec embarrassant. En novembre 2011, alors que la crise atteignait son apogée, les socialistes ont convoqué des élections anticipées, qui ont donné le pouvoir à un nouveau gouvernement conservateur dirigé par le Parti populaire de Mariano Rajoy. On ne sait pas si

le cabinet de Rajoy a compris la gravité de la situation. Peut-être les chrétiens-démocrates espagnols espèrent-ils pouvoir compter sur la solidarité de Berlin. Si tel est le cas, ils ont été déçus, et le ton de Madrid envers l'UE se fait plus belliqueux[28]. Les nouvelles provisions pour pertes réclamées par les banques espagnoles sont insuffisantes pour calmer les marchés. Au printemps 2012, seules les injections massives de liquidités de la BCE maintiennent le système financier de l'Espagne à flot. Mais maintenir la liquidité n'est pas la même chose que restaurer la solvabilité. Le 9 mai 2012, Bankia déclare qu'elle est sur le point de faire faillite et qu'elle a besoin d'une recapitalisation urgente. Le 25 mai, une nouvelle direction ayant pris les commandes de Bankia, le nouveau capital est passé à 19 milliards d'euros[29]. Son économie étant déjà déprimée, la dernière chose dont l'Espagne a besoin, c'est d'une nouvelle série de crises bancaires, et ce serait pire si le renflouement des banques dégénérait en un cercle vicieux entre banques et souverains, à l'irlandaise. Après l'annonce de Bankia, les rendements de la dette publique espagnole atteignent 6 %, puis commencent à monter à 7 %, chiffre au-dessus duquel le fardeau de la dette fera boule de neige, les coûts du service de la dette accroissant le déficit.

En mai 2012, il est évident que l'Europe est de nouveau au bord du gouffre. Les rendements du marché obligataire ont augmenté en périphérie. C'est une situation désastreuse. Selon le FMI, au cours de la seule année 2012, les gouvernements et les banques européennes ont dû renouveler et refinancer leurs dettes représentant 23 % du PIB[30]. Elles ne pouvaient tout simplement pas laisser les taux d'intérêt échapper à tout contrôle à cause d'une panique en Espagne.

III

C'est la crise imminente en Espagne qui remet à l'ordre du jour la question de la réforme globale de la zone euro, bloquée par Merkel au cours de l'hiver 2011-2012. À la fin du mois d'avril, s'adressant au Parlement européen, Draghi appelle à l'élaboration d'une feuille de route politique afin d'adopter de nouvelles mesures en vue d'une union budgétaire. Pendant ce temps, le nouveau président français et le gouvernement en difficulté de Mario Monti à Rome coordonnent leurs positions. Les rendements de l'Italie grimpant de façon inquiétante, Monti a besoin d'un correctif à l'échelle européenne. La crise espagnole entraînerait-elle un changement fondamental de position ou simplement une répétition des tactiques dilatoires allemandes ? Si Merkel continue à mettre son veto à toute discussion sur la mise en commun de la dette souveraine, se montrera-t-elle plus souple sur la question de la recapitalisation des banques ? Une union bancaire ayant la responsabilité collective de la supervision bancaire et des plans de sauvetage pourra-t-elle enfin ouvrir la porte à une solution pour la zone euro ?

Le 9 juin 2012, les ministres des Finances de la zone euro conviennent que la situation en Espagne est tellement urgente que Madrid devrait disposer de 100 milliards d'euros provenant des ressources de l'UE pour financer la recapitalisation [31]. Mais pour rompre le cercle vicieux, ce qui est nécessaire, c'est un fonds de sauvetage bancaire européen distinct disposant des ressources pour intervenir et recapitaliser directement les banques. Si, au contraire, les fonds injectés dans les banques espagnoles sont enregistrés dans les comptes du gouvernement espagnol, cela risque d'amplifier la crise. Comme pour mieux le démontrer, le 14 juin 2012, Moody's rétrograde l'Espagne à la note de Baa3, un cran au-dessus de « spéculatif ». L'avenir de l'Union européenne, déclare le ministre espagnol des Affaires étrangères, se jouerait dans les prochains jours. Et, comme il le rappelle à Berlin, quand le *Titanic* coule, « il entraîne tout le monde, même

ceux qui voyagent en première classe[32] ». En effet, la liste des pertes pourrait s'étendre ailleurs qu'en Europe. Madrid n'est pas dans la catégorie de l'Italie. Mais depuis l'Espagne, la crise pourrait facilement se propager. Comme cela a été le cas à plusieurs reprises depuis 2010, l'incapacité de la zone euro à résoudre ses problèmes internes fait de l'Europe un problème mondial.

En mai 2012, le téléphone de Tim Geithner au Trésor américain passe littéralement en surchauffe, avec des dizaines d'appels à Bruxelles, au FMI et aux ministres des Finances de la zone euro[33]. Lors de la réunion du G8 à Camp David du 18 au 19 mai, Obama prend Merkel et Monti à part pour une réunion de deux heures et demie. En novembre 2011, lors du G20 à Cannes, la zone euro avait dominé les négociations. Neuf mois plus tard, alors que le sommet du G20 se déroulait sous le soleil de la station balnéaire mexicaine de Los Cabos, l'Europe était toujours en tête de l'ordre du jour. Les experts politiques, les politiciens et les médias du monde entier ont dû accepter le fait que non seulement les problèmes de la zone euro n'étaient pas résolus, mais qu'ils s'aggravaient jour après jour. L'impatience est palpable. Lors d'une conférence de presse le 19 juin, les questions posées au président de la Commission Barroso sont si agressives qu'il en perd son sang-froid. En réponse à la question d'un journaliste canadien sur les risques émanant de la zone euro pour l'Amérique du Nord, Barroso rétorque : « Franchement, nous ne sommes pas là pour recevoir des leçons en termes de démocratie ou de gestion de l'économie. […] Cette crise n'est pas née en Europe. […] Puisque vous parlez de l'Amérique du Nord, cette crise a pris naissance en Amérique du Nord et une grande partie de notre secteur financier a été contaminée par les pratiques peu orthodoxes de certains secteurs du marché financier[34]. » Et, sur le même ton courroucé, Barroso ajoute que l'Europe est une communauté de démocraties. Où il faut du temps pour trouver la bonne stratégie. Plusieurs des pays du G20 n'étaient même pas des démocraties. Qu'est-ce que

l'Europe a à apprendre d'eux ?

Il est certain que les vieilles hiérarchies ont la vie dure. Mais, de manière tout aussi claire, l'Europe a besoin d'aide. À Cannes, Obama avait tenté de travailler avec Sarkozy pour faire bouger la position allemande. En vain. Sarkozy n'avait pas voulu risquer une rupture avec Merkel. À l'été 2012, Washington dispose de plus de leviers à mettre en œuvre. Le Premier ministre italien, Mario Monti, s'est rendu à la Maison-Blanche au début de 2012 et a été salué par le magazine *Time* comme un sauveur potentiel de l'Europe[35]. Bien qu'il ait été le parrain de l'école économique néoclassique Bocconi et un libéral italien traditionnel, Monti est convaincu que l'on ne peut plus avoir confiance dans les marchés obligataires de la zone euro. Dans leur évaluation des obligations italiennes et espagnoles, les spéculateurs tiennent compte non de la situation budgétaire particulière de ces pays, mais de la probabilité d'une panne systématique. On évoque le risque de « redénomination », à laquelle il n'y aurait qu'une solution collective. Mais pour que la zone euro passe à l'action, Monti a besoin d'alliés. Washington se montre favorable. Mais c'est la rupture du front de Merkozy en mai 2012 qui est décisive. Hollande, nouvellement élu, ne se contente pas de mettre l'accent sur la relance et la croissance, des fonctionnaires du Trésor français commencent à caresser l'idée d'une union bancaire. La pression spéculative qu'ils ont constatée à l'automne 2011 lorsque Dexia a fait faillite et que la propre note de crédit de l a France a été menacée les a convaincus que, sans partage des risques, personne n'est en sécurité[36]. Monti et Hollande pouvaient compter sur Mariano Rajoy, le Premier ministre chrétien-démocrate d'Espagne. Rajoy n'a rien d'un visionnaire. En fait, il donne souvent l'impression qu'il a à peine compris l'extrême gravité de la situation de son pays. Mais il ne fait aucun doute que Madrid a désespérément besoin que l'on cesse de parler de la rupture de la zone euro.

Le deuxième jour, à Los Cabos, Obama et Monti préparent un piège. Lors d'une rencontre en tête à tête avec Merkel,

le président américain a présenté à la chancelière allemande un plan élaboré par les Italiens[37]. Selon le plan, la BCE ou le MES devrait plafonner les rendements du marché obligataire. Si les rendements dépassent le seuil de viabilité, cela déclenchera une intervention visant à rétablir un niveau de taux d'intérêt plus normal. Ce serait un mécanisme quasi automatique qui ne nécessiterait ni inspection ni supervision intrusive dans le style de la troïka. Angela Merkel refuse avec indignation de discuter de l'idée sur le fait qu'elle n'avait pas été réglée au préalable avec son personnel. Elle n'accepterait aucune proposition qui brouille la ligne de démarcation entre politique monétaire et fiscale, d'où qu'elle vienne. Pour les Allemands, « l'autonomie de la BCE reste sacrée ». Le ton est tendu, au point que l'on estime préférable d'annuler la séance plénière qui avait été programmée après le dîner à la demande d'Obama. On avait assez parlé lors des conversations privées. Personne ne tient à vivre une répétition de ce qui s'est passé à Cannes.

Une fois de plus, Merkel a coupé court aux efforts transatlantiques en faveur d'une action d'urgence. Mais la pression monte désormais des deux côtés de l'Atlantique. Le 17 juin, au soulagement de tous, les élections grecques ont fait le ménage dans la scène politique et permis la formation d'un nouveau gouvernement. Le PASOK a été éliminé. Les électeurs se regroupent maintenant autour de la Nouvelle Démocratie à droite et de Syriza à gauche[38]. Pour les opposants à la troïka, Syriza était désormais le meilleur choix. Samaras forme un gouvernement le 20 juin. Un gouvernement vaut mieux que pas de gouvernement du tout, mais vu le bilan de Samaras depuis le début de la crise, il est difficile de savoir à quoi s'attendre. Respecterait-il son engagement à honorer les accords du gouvernement Papademos ? La réponse est loin d'être évidente et la planification d'un éventuel Grexit se poursuit. En tout état de cause, en juin 2012, la Grèce n'est plus la principale préoccupation. Si un plan d'action collectif concerté n'est pas mis en place, l'Espagne est en danger de mort et l'Italie va bientôt

suivre.

En quête de moyens de pression, Monti et Hollande se retrouvent à Rome le 22 juin pour convenir d'un pacte de croissance pour l'Europe, d'une valeur théorique de 130 milliards d'euros en investissements et allègements fiscaux. Ils savent que Merkel est vulnérable parce que ses partenaires du FDP essayent de sauver leur peau en ralliant le vote des eurosceptiques et en retirant leur soutien à la politique européenne de la chancelière. Merkel se retrouve donc à dépendre du SPD d'opposition, qui coordonne sa position sur les socialistes français[39]. Le SPD réclame un soutien allemand en faveur d'un programme de croissance en échange de ses voix au Bundestag. Multipliant les fronts sur lesquels Merkel doit se battre, le 26 juin, le président du Conseil européen Herman Van Rompuy, le chef de la Banque centrale européenne Mario Draghi, le président de la Commission européenne José Manuel Barroso, et le président de l'Eurogroupe Jean-Claude Juncker évoquent de nouveau la vision à laquelle Berlin avait mis son veto en décembre. Ils proposent une union bancaire soutenue par une assurance-dépôts à l'échelle de la zone euro et un fonds commun de crise. Et ils vont même jusqu'à suggérer la nécessité de répartir l'émission de créances[40]. La réponse de Merkel est prompte. Dans les vingt-quatre heures qui suivent, elle profite d'une réunion avec ses partenaires de la coalition, le FDP, pour annoncer : « Il n'y aura pas de collectivisation de la dette dans l'Union européenne aussi longtemps que je vivrai[41]. » En Allemagne, les voix qui s'opposent à de nouveaux renflouements de la zone euro se font de plus en plus fortes. La marge de manœuvre de Merkel se resserre le 21 juin lorsque la Cour constitutionnelle fédérale décrète qu'en acceptant la demande de l a France de proposer la création du MES à l'été 2012, le gouvernement a violé le droit du Bundestag à une consultation préalable. Le message est clair. Il ne doit pas y avoir de renflouement en coulisses.

Le 28 juin 2012, le Conseil européen se réunit à Bruxelles dans

une atmosphère de « crise grave[42] ». L'Espagne glisse ouvertement vers l'abîme. Trois jours plus tôt, Madrid a officiellement demandé 100 milliards d'euros d'aide extérieure pour recapitaliser et restructurer ses banques. Pour empêcher le désastre imminent, il n'y a d'autre solution que d'approuver la création d'une union bancaire. Cela permettrait une recapitalisation directe des banques, indépendamment des gouvernements de leur pays d'origine, une fois qu'un régime de surveillance global efficace aurait été mis en place. Enfin, une solution structurelle adaptée à la crise se fait jour. À court terme, l'Allemagne accepte un plan de sauvetage immédiat pour les banques espagnoles, à condition qu'un test d'effort strict soit appliqué. C'est une étape extrêmement importante. Quatre ans après 2008, ce que l'Europe reconnaît enfin, c'est que, plus encore qu'une union fiscale, la zone euro a besoin d'une responsabilité commune pour son secteur financier.

Ce que cela n'a pas résolu, cependant, c'est l'incertitude bouillonnante sur les marchés de la dette publique. Pour l'Italie et l'Espagne, confrontées à une hausse des taux d'intérêt allant jusqu'à 7 % et au-delà, c'est une question de vie ou de mort. Elles ne peuvent pas espérer stabiliser leurs finances publiques à moins de calmer les marchés obligataires. Dans la soirée du 28 juin, Monti et Rajoy imposent à une confrontation[43]. Alors que le président Van Rompuy est sur le point d'annoncer à la presse le nouveau pacte européen de croissance, ils déclarent qu'ils mettraient leur veto à un accord à défaut d'un autre arrangement pour faire face à la nouvelle crise sur les marchés des obligations souveraines. C'est une embuscade. L'échec du pacte de croissance aurait rendu Merkel vulnérable au Bundestag. Mais elle a également promis de tenir la barre des renflouements bancaires et des achats d'obligations et elle risque maintenant de capituler sur les deux fronts. Il faut attendre 4 heures 20 du matin le 29 juin pour que la chancelière cède enfin. Après une séance de négociation de quinze heures au total, Barroso et Van Rompuy se sont présentés devant la presse pour annoncer un accord non

seulement sur le pacte de croissance, mais aussi sur un plan permettant au MES de soutenir la dette publique de tous les pays qui satisfont aux règles de gouvernance budgétaire convenues en décembre. Ce serait un droit accordé à tous les membres de la zone euro, pas une aide d'urgence attribuée par le biais d'une application humiliante à la troïka. En quittant la réunion, Monti, réjoui, s'exclame que le « blocage mental » de l'Europe a été brisé[44] !

C'est effectivement une percée. Mais en termes politiques et financiers, en juillet 2012, la zone euro est toujours en mouvement. Le recul de Merkel n'a pas pacifié les conservateurs allemands. Le nouveau gouvernement grec est toujours considéré comme un risque. Pendant ce temps, l'Espagne marche au désastre. Pour déclencher le mécanisme de soutien du marché obligataire, un membre de la zone euro doit se conformer à la règle du déficit de 3 %. L'Espagne en est loin. À l'été 2012, elle peine à réduire son déficit budgétaire de 11,2 à 5,4 % du PIB. L'Eurogroupe travaille toujours sur les détails de la recapitalisation des banques espagnoles. Alors que le système bancaire espagnol subit une crise bancaire silencieuse et que le marché des prêts interbancaires est fermé, les banques espagnoles obtiennent un financement massif de 376 milliards d'euros auprès de la BCE[45]. Les gouvernements régionaux d'Espagne sont en difficulté. En juillet, Valence demande de l'aide à Madrid. La Catalogne pourrait être la suivante. Le 23 juillet, les obligations espagnoles à dix ans grimpent à 7,5 % et leurs CDS à 633 points de base. Le même jour, le ministre espagnol de l'économie, Luis de Guindos, se rend à Berlin dans l'espoir d'obtenir l'aval de Schäubl, ce qui pourrait rassurer les marchés et ouvrir la porte à l'achat d'obligations de la BCE. L'Espagne est confrontée à un « effondrement financier imminent », avertit De Guindos[46]. Mais Schäuble se montre réticent quant au soutien qu'il est prêt à accorder à son collègue démocrate chrétien-démocrate. Pour que l'Allemagne approuve les achats immédiats d'obligations, Madrid devrait modifier son

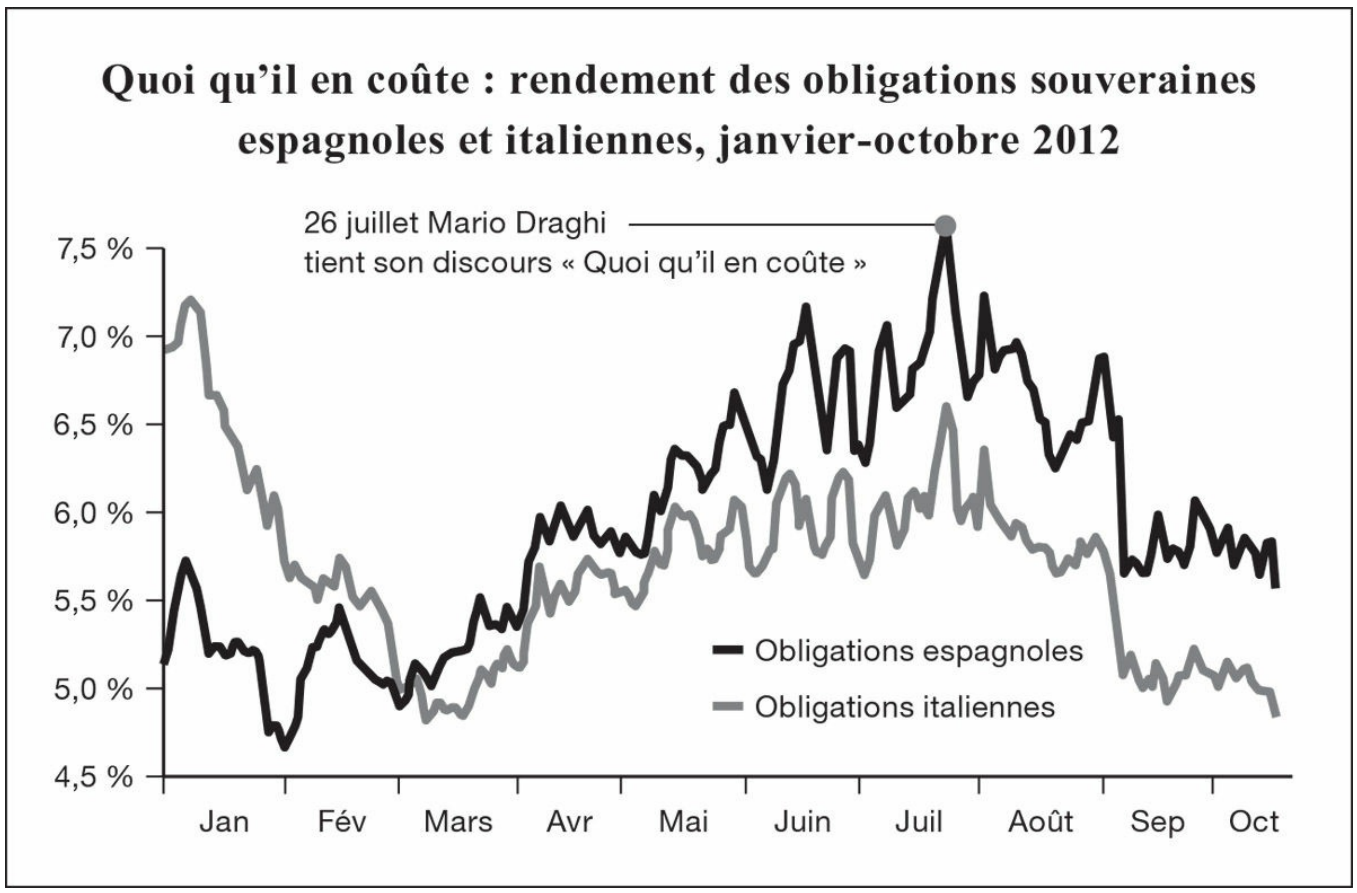
système de retraite et démontrer son engagement en faveur de l'équilibre budgétaire. Pour Berlin, la conformité à l'idée allemande du marché social européen est le prix à payer. La survie de la zone euro est toujours en jeu.

Trois jours plus tard, jeudi 26 juillet, Mario Draghi s'envole pour Londres avant l'ouverture des Jeux Olympiques pour participer à une Conférence mondiale sur l'investissement conçue pour promouvoir le Royaume-Uni en tant que centre d'affaires. L'ambiance à Londres n'a rien d'amical [47]. Mervyn King, prenant la parole devant Draghi, fait savoir qu'il ne considère pas l'union politique européenne comme une solution. Draghi confie ensuite à un ami : « J'en ai vraiment eu marre ! Toutes ces histoires sur la dissolution de l'euro sont vraiment nulles. » L'expression qu'il a employée en italien était apparemment plus colorée[48]. Draghi décide alors de changer de scénario. Les marchés doivent comprendre le changement qualitatif que connaît l'Europe. La zone euro avait peut-être entamé son existence comme une construction bancale, mais sous la pression de la crise, elle se développe rapidement. Les marchés mondiaux doivent prendre conscience des changements fondamentaux qui remodèlent l'Europe. Après le pacte budgétaire de décembre 2011, le sommet de juin 2012 a été un tournant car, pour la première fois depuis 2008, tous les dirigeants ont réaffirmé avec force que « la seule issue à la crise, c'est plus d'Europe, et non moins [49] ». La marche en avant de la machine de l'intégration de l'UE a repris. Le point que Draghi veut faire comprendre aux marchés mondiaux est politique. « Quand les gens parlent de la fragilité de l'euro et de la fragilité croissante de l'euro, et peut-être de la crise de l'euro, déclare-t-il devant la foule sceptique de la City, bien souvent, les États membres qui n'appartiennent pas à la zone euro ou leurs leaders sous-estiment le capital politique qui est investi dans l'euro. » Ce ne sont pas des paroles en l'air, car « des actions ont été entreprises, le sont encore pour la rendre irréversible ». Et il y a « un autre message » que Draghi veut faire passer aux

investisseurs : « Dans le cadre de prérogatives, la BCE est prête à tout faire pour préserver l'euro, quoi qu'il en coûte. » Puis, marquant une pause, il ajoute : « Et croyez-moi, ça suffira. »

IV

Rétrospectivement, le discours de Draghi sur le « quoi qu'il en coûte » a été considéré comme le tournant de la crise de la zone euro. Dans la foulée, les marchés se sont immédiatement calmés. Les rendements des emprunteurs les plus vulnérables ont diminué. On ne parle plus de démantèlement de la zone euro. C'est une explication très séduisante. La BCE a toujours été la clé de la stabilité. Draghi, enfin, a su s'en servir. Mais c'est une fabrication rétrospective. La bagarre plus ou moins ouverte sur l'orientation de la politique de la BCE entamée en 2010 n'a pas pris fin avec le discours de Draghi du 26 juillet. Son intervention initiale est extrêmement fragile. Elle aurait facilement pu échouer. Il a fallu une intervention virulente pour transformer le discours de Draghi en un tournant historique, et encore cette intervention restait-elle douloureusement imparfaite.



Source : Thomson Reuters, à partir de Marcus Miller et Lei Zhang, « Saving the Euro : Selfulfilling Crisis and the "Draghi Put" », dans *Life After Debt* (Basingstoken, RU : Palgrave Macmillan, 2014), 227–41.

Dans les heures qui suivent le discours de Draghi, à mesure que l'on prend conscience de son impact, la confusion règne au siège de la BCE à Francfort. Comme l'a déclaré un haut responsable de la BCE à Reuters : « Personne ne savait que cela allait se passer. Personne[50]. » Le service de presse de la BCE et les rédacteurs de la page Internet de la banque n'ont pas de copie préparée du discours à mettre à la disposition des médias. Draghi avait vaguement discuté de son plan avec quelques-uns de ses collègues du conseil exécutif. Mais compte tenu de son impact probable, il avait senti qu'il valait mieux ne rien dire de la décision et mettre le monde devant le fait accompli. De manière significative, Jens Weidmann, président de la Bundesbank, est de ceux qui découvrent le message de Draghi dans les informations. Aucune des capitales européennes n'a reçu d'avertissement, pas plus que Klaus Regling, le patron du FESF, dont l'agence jouerait un rôle clé dans le plan de Draghi. Draghi n'avait « rien de précis en tête », assure un responsable du siège de la BCE à Francfort. « C'était une déclaration téméraire. » Pour reprendre les termes de Reuters : « Les propos [de Draghi] sont un pari. […] Le discours n'est que le début. »

Si le discours de Draghi a été un appel à la mobilisation, c'est ce qui s'est passé ensuite qui importe. Pendant le week-end, le chef de l'Eurogroupe, Jean-Claude Juncker, emboîte le pas à Draghi : « Le monde se demande si la zone euro existera encore dans quelques mois », clame-t-il. L'Europe est « arrivée à un point décisif[51] ». Juncker invite le gouvernement allemand à ne pas s'offrir le luxe de « se laisser entraîner dans la politique intérieure sur les questions liées à l'euro ». Pendant ce temps, Merkel, Monti et Hollande émettent des déclarations communes insistant sur leur détermination à préserver l'euro. Pour boucler le quadrilatère de la zone euro, Monti annonce qu'il va se rendre à Madrid pour rencontrer Rajoy.

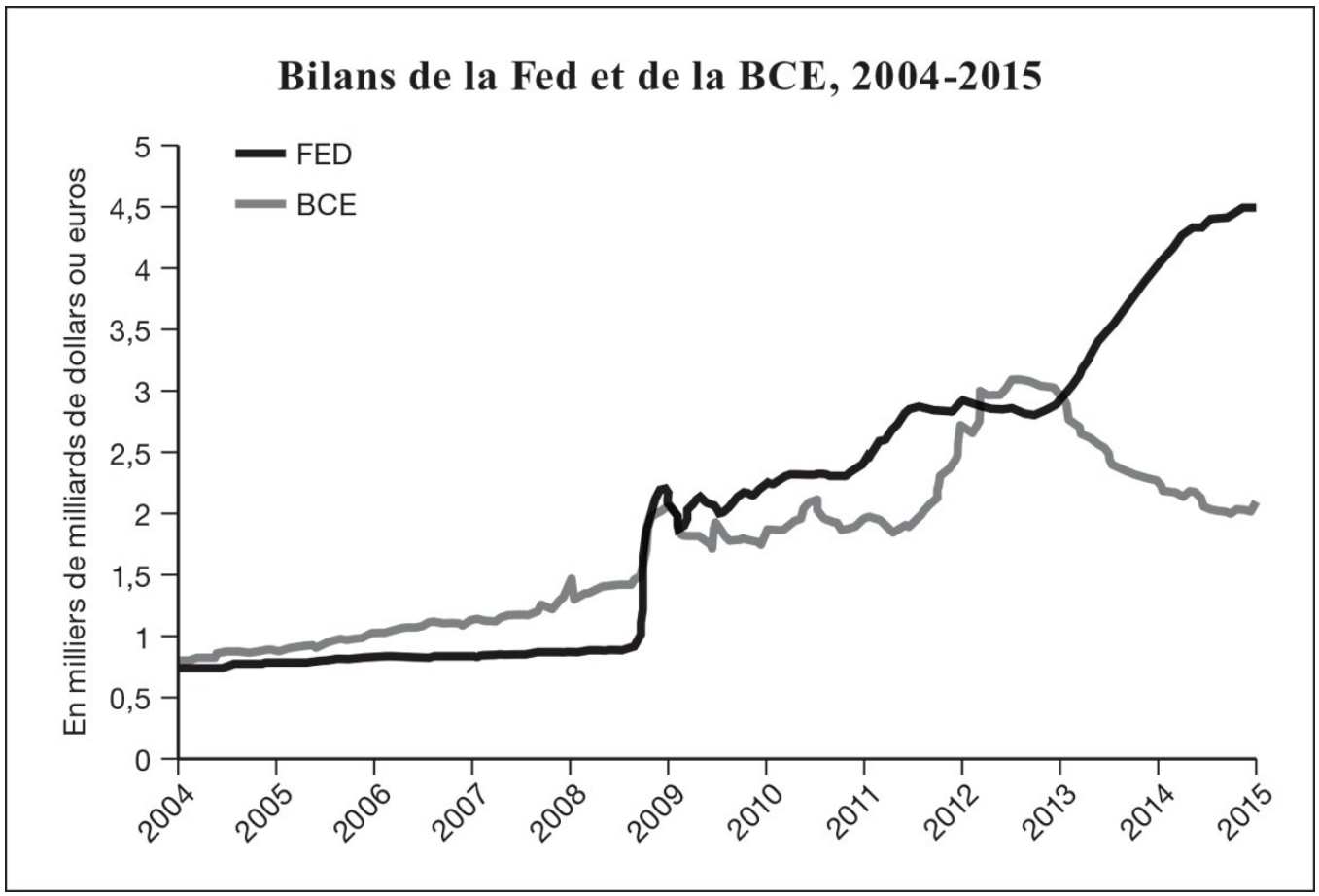
Washington ne tarde pas à rejoindre Draghi. Le lundi 30 juillet au matin, le secrétaire au Trésor, Geithner, vient en Europe pour rencontrer Schäuble dans sa résidence de vacances sur l'île de Sylt. Les médias sont divisés quant à ce qui s'est passé. Certains font état d'un accord, d'autres du refus obstiné de tout compromis de la part des Allemands[52]. Geithner est préoccupé par le fait que l'Allemagne continue à envisager l'expulsion de la Grèce hors de la zone euro. Comme il l'écrit dans ses mémoires : « L'argument était qu'en laissant la Grèce brûler, il serait plus facile de construire une Europe plus forte avec un pare-feu plus crédible. Ça me terrifiait. » Le départ de la Grèce pourrait engendrer « une crise de confiance spectaculaire ». Il risquait « d'être impossible d'empêcher » la débandade en Europe. Geithner non plus ne comprenait pas « pourquoi l'électorat allemand devrait se sentir mieux à l'idée de sauver l'Espagne ou le Portugal ou qui que ce soit d'autre[53] ». Après avoir rencontré Schäuble, Geithner passe voir Draghi à Francfort. Comme Geithner l'a raconté plus tard, le résultat est loin d'être rassurant. Draghi déclare à Geithner que ses remarques à Londres ont été motivées par le profond scepticisme qu'il avait ressenti chez son auditoire, constitué de gestionnaires de fonds spéculatifs. Il a compris qu'il devrait secouer les marchés. Comme Geithner l'a dit, « Il était juste inquiet à cause de ça et a décidé d'ajouter quelque chose, et en gros, à l'emporte-pièce, il a fait quelques déclarations du style "nous ferons tout, quoi qu'il en coûte". Ridicule [...] totalement improvisé. [...] Draghi à ce moment-là, il n'avait aucun plan. Il a fait cette déclaration comme ça[54]. » À son retour à Washington, Geithner est pessimiste : « J'ai dit au président que j'étais très inquiet, et lui aussi l'était. [...] Une implosion européenne aurait pu nous replonger dans la récession, voire une autre crise financière. Comme d'innombrables experts l'ont noté, nous ne tenions pas à ce que ça arrive pendant une année électorale, mais nous n'aurions pas voulu que ça se produise de toute façon[55]. »

En fait, l'initiative de Draghi se heurte à une opposition

allemande acharnée[56]. Certains spécialistes sont convaincus que ce n'est que lors de la réunion conjointe du gouvernement allemand avec ses homologues chinois, le 30 août, que Merkel et Schäuble se sont finalement engagés à soutenir l'initiative de la BCE et à maintenir la Grèce dans la zone monétaire[57]. Le Premier ministre chinois Wen Jiabao a clairement indiqué qu'il considérait les grands pays européens, l'Allemagne et la France, comme responsables du destin de la zone euro et que la poursuite des achats chinois d'obligations européennes dépendait de leur capacité à prendre des mesures efficaces[58]. Peut-être qu'à ce stade, la position du gouvernement Obama est déjà trop connue et les camps trop nettement définis pour conférer du poids à une intervention de Washington. Comme d'habitude, les faucons de l'inflation à la Bundesbank sont horrifiés à l'idée de l'achat d'obligations par la BCE. Mais pour Merkel, c'est un moindre mal. Le fait de soutenir l'Espagne avec des fonds du MES aurait soulevé des questions bien plus graves sur le plan politique et juridique[59]. Le 6 septembre, la Bundesbank manifeste son mécontentement en étant la seule à voter contre le plan de Draghi. En effet, Weidmann est tellement indigné qu'il a exigé un entretien avec Draghi pour lui faire comprendre que la Bundesbank ne devait pas être considérée comme une voix de plus au conseil de la BCE. Elle devait avoir un droit de veto[60]. Mais avec le soutien de Merkel et de Schäuble, les dés sont jetés. La BCE officialise son nouveau rôle en tant que prêteur conditionnel de dernier recours, sous le titre d'opérations monétaires sur titres (OMT)[61]. Mais il s'agit d'une promesse strictement conditionnelle. La BCE n'agirait que si le pays en question avait accepté un programme d'austérité et d'aide approuvé par le MES. Son aide s'accompagne de beaucoup plus de conditions que l'achat obligataire inconditionnel dans lequel la BCE s'était engagée sous Trichet.

Même après le discours du « quoi qu'il en coûte » de Draghi, la politique monétaire de la BCE reste fondamentalement limitée. On ne peut pas en dire autant, au même degré, de son

homologue aux États-Unis. En 2012, le rythme de la reprise aux États-Unis commence à faiblir. La ruée conservatrice qui s'était opposée à toute nouvelle expansion de l'activisme monétaire en 2011 a suivi son cours. Le 13 septembre 2012, le FOMC vote en faveur de la troisième phase de l'assouplissement quantitatif[62]. Ce serait la plus grande expansion de la Fed à ce jour. Dans un premier temps, la Fed s'est engagée à acheter 40 milliards de dollars par mois en obligations Fannie Mae et Freddie Mac. La différence, c'est qu'elle s'engageait à le faire jusqu'à ce qu'elle constate « une amélioration substantielle des perspectives pour le marché du travail ». En outre, le FOMC fait savoir qu'il maintiendra le taux des fonds fédéraux à zéro tant que le chômage serait supérieur à 6,5 % et que les prévisions d'inflation de la Fed ne dépasseraient pas 2,5 %. Le 12 décembre 2012, le FOMC annonce une augmentation du montant des achats de 40 à 85 milliards de dollars par mois. En raison de sa nature illimitée, cette troisième phase serait surnommée « l'assouplissement quantitatif infini ».



Source : Fed, BCE.

Dans ses mémoires, Bernanke commente : « Comme Mario Draghi, nous déclarions que nous ferions tout, quoi qu'il en coûte[63]. » Une vision par trop positive du comportement des Européens. L'OMT de Draghi, en septembre 2012, est une mesure conditionnelle visant à rétablir la confiance. Elle a fonctionné en calmant les marchés et en arrêtant la panique. Mais au-delà de ça, elle n'a pas stimulé l'économie de la zone euro. En réalité, les possibilités de la BCE sont limitées. Un assouplissement quantitatif pour l'Europe avec les conservateurs allemands sur le sentier de la guerre est impensable[64]. Alors que l'économie de la zone euro stagne et que ses banques se désendettent, les versements de LTRO sont progressivement remboursés. À la différence de la Fed, dont le bilan est en pleine expansion, le bilan de la BCE se replie par rapport à celui de la crise de 2011. L'Europe entre de plus en plus dans sa deuxième récession.

V

Si on se demande comment la phase aiguë de la crise de la zone euro a finalement été endiguée, le discours de Draghi du 26 juillet offre deux réponses. L'une est celle donnée par Draghi lui-même. La crise de la zone euro a été stoppée grâce aux énormes investissements en capital politique des gouvernements européens. Elle a été stoppée par la mise en place d'un nouvel appareil de gouvernement : la restructuration grecque, le pacte budgétaire, l'union bancaire, le MES, l'OMT de la BCE. Ceux qui ont misé contre l'avenir de la zone euro ont mal évalué l'ampleur de l'investissement consenti par les gouvernements européens. C'est le message que Draghi veut faire passer. Comme il l'a dit, c'était un message politique sur le sérieux de la construction de l'État européen. Les retards pouvaient coûter extrêmement cher à ses citoyens. Mais à sa manière habituelle, l'Europe avançait une fois de plus vers une « union toujours plus étroite ».

Cependant la réponse tirée du discours par la plupart de ceux qui ont entendu Draghi ce jour-là à Londres est assez différente. Ils sont restés sceptiques à l'égard de l'UE et indifférents aux détails de sa politique. Ce qu'ils ont retenu du discours de Draghi n'est pas son contenu spécifique ou le bouleversement qu'il rendait possible dans la politique de la zone euro. Ils ont entendu un seul et unique message. Voilà un puissant banquier central qui disait qu'il ferait « tout, quoi qu'il en coûte ». Enfin, un décideur européen comprenait ce qui était nécessaire. Il parlait la langue de la Doctrine de Powell financière, dans la City, devant un public d'investisseurs, en anglais. Ce que Draghi signalait, c'était que l'Europe, enfin, avait « compris ».

Un autre récit est implicite dans cette interprétation de ce qui s'est passé pendant l'été 2012, en contradiction avec le sens voulu par Draghi. « Quoi qu'il en coûte », c'est, en fait, une sorte de capitulation. La zone euro accepte enfin ce que les commentateurs économiques anglophones préconisent depuis longtemps. Si seulement la BCE était passée au modèle de

la Fed plus tôt, comme Obama l'avait énoncé à Cannes, le pire de la crise de la zone euro aurait pu être évité ? Ce que Draghi promet maintenant est ce que Geithner, Bernanke et Obama recommandent aux Européens depuis 2010 : « Faites comme nous. » Ce n'est pas non plus une coïncidence si c'est Draghi – un économiste formé aux États-Unis ; un associé de Goldman Sachs ; un membre de la communauté financière mondiale ; un « ami de Ben » ; un Italien internationalisé et urbain, pas un Allemand provincial – qui a tiré cette conclusion de la terrible histoire de la crise de la zone euro. La formule de Draghi – la formule de l'Amérique – est auto-réalisatrice. Il a prononcé les mots magiques. Les marchés se sont stabilisés. La zone euro a été sauvée par son américanisation tardive.

Quand on considère le cours des événements depuis 2007, si l'on arrêtait l'horloge historique à l'automne 2012, le récit de la crise financière de l'Atlantique Nord pourrait ainsi prendre une forme familière. Face à une crise de dimension historique, le gouvernement Obama, à sa manière, fait une démonstration de leadership hégémonique au XXIe siècle. Il lui manque l'urgence et le panache de l'époque du plan Marshall, mais le résultat n'en est pas moins décisif. L'Amérique a non seulement montré la voie à travers ses propres programmes de relance et de politique monétaire, mais en outre, grâce à une diplomatie discrète et aux programmes massifs de liquidités de la Fed, elle a aidé l'Europe à traverser sa pire crise depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. L'américanisation est donc la réponse. Les défenseurs de la politique économique américaine n'ont d'ailleurs pas hésité à vanter leurs exploits. Bernanke a intitulé ses mémoires *The Courage to Act, le* courage d'agir (publié en français sous le titre *Mémoires de crise,* Seuil, 2015). Le côté mélodramatique de la chose a fait grimacer ses collègues européens plus timorés. Ce n'est pas le genre de langage que l'on associe aux souvenirs d'un économiste universitaire devenu banquier central. D'autres titres, plus académiques au lendemain de la stabilisation de 2012, ont fait écho à l'optimisme général. Finalement, on avait vécu

une *Crise du statu quo*[65]. *Le système a fonctionné*[66]. L'économie mondiale avait survécu et l'Amérique avait réaffirmé une nouvelle version de son hégémonie libérale. L'Europe a repris sa marche en avant vers les États-Unis d'Europe qu'elle avait entamée sous la direction des États-Unis en 1947. Parmi les commentateurs universitaires, une sorte d'industrie artisanale s'est développée des deux côtés de l'Atlantique qui a vu les spécialistes comparer les nouveaux efforts d'intégration de l'Europe à l'histoire américaine. L'Europe en était-elle encore au stade de Philadelphie ou un moment à la Hamilton se profilait-il à l'horizon[67] ?

Une évaluation raisonnable, reconnaissons-le, surtout si l'on arrête l'horloge en novembre 2012 et si l'on ferme les yeux sur le rôle malheureux des États-Unis en 2010, quand ils ont entériné la première phase du « faire comme si ». Ce point de vue est aussi, dans le contexte américain, une question profondément politique. Comme Geithner l'a reconnu, l'année 2012 était une année électorale. Et si la crise financière et ses conséquences européennes avaient finalement été maîtrisées, les démocrates méritaient le crédit qui leur était dû. Depuis 2008, les républicains du Congrès jouaient l'obstruction, à un point dangereux. En campagne pour un second mandat à la présidence en 2012, Obama a gagné. La modestie qui caractérisait ses discours en 2008-2009 à la suite de l'embarras de la présidence Bush était révolue. Maintenant, Obama vante l'exceptionnalisme américain sans réserve : « Je le vois partout, de Londres et Prague à Tokyo et Séoul, à Rio et Jakarta », déclare-t-il devant un groupe d'élèves-officiers de l'armée de l'air à l'été 2012. « Notre leadership inspire de nouveau confiance. […] [L'Amérique reste] la nation indispensable dans les affaires mondiales. […] Je vois un siècle américain car aucune autre nation ne cherche à jouer le rôle que nous jouons dans les affaires mondiales, et aucune autre nation ne peut jouer le rôle que nous jouons dans les affaires mondiales[68]. » Pour ce qui est de la politique économique internationale, la victoire d'Obama en

novembre 2012, la troisième phase de l'assouplissement quantitatif de Bernanke et le discours de Draghi se sont combinés pour graver l'histoire dans le marbre. La gestion centriste libérale des crises a prévalu. Dans le nouveau siècle de l'Amérique, la diversité, l'ouverture mondiale et le pragmatisme technocratique iraient de pair.

Mais ce récit conciliant de la résolution de la crise masque de profondes tensions des deux côtés de l'Atlantique. En Europe, la zone euro a survécu. Draghi avait raison. Une phase importante de la construction des États a émergé de la crise. Mais son coût économique et politique a été effroyable. Les gouvernements d'Italie et de Grèce ont été renversés. L'Irlande et le Portugal ont été placés sous la tutelle de la troïka et l'Espagne y a échappé de justesse. Et, bien que la crise grave des obligations souveraines soit terminée, après deux ans d'angoisse, les consommateurs et les entreprises ont perdu confiance. Le chômage a eu un impact considérable sur la demande de la zone euro. La politique budgétaire a été freinée par la tendance allemande à équilibrer les budgets. De façon perverse, l'excédent commercial de l'Allemagne a grimpé à un moment où la demande globale s'était effondrée sur tout le continent. C'était le moment d'appliquer plus que jamais une politique monétaire active. Mais mettre un terme à la panique sur le marché obligataire était une chose, c'en était une autre de relancer l'économie de la zone euro. Contrairement à la Fed, Draghi n'a aucun mandat. Au fur et à mesure que la misère sociale s'aggrave, que le sentiment d'humiliation s'installe, quelle serait la réaction dans toute l'Europe ? Et les « victimes » ne sont pas les seules à ne pas être satisfaites. Les conservateurs allemands sont indignés par la litanie de compromis de Merkel. Dans les médias allemands, Draghi, le sauveur de la zone euro, fait face à l'hostilité et au doute. À moins que cet euroscepticisme allemand ne soit surmonté, il y a peu de chances de mettre en œuvre le programme d'intégration ambitieuse et de renforcement des institutions que Draghi avait

vanté dans son discours à Londres.

Aux États-Unis, la réélection d'Obama pourrait dynamiser ses partisans. Mais en quoi consiste exactement son nouveau siècle américain ? Quelles seraient ses priorités ? Au cours de son premier mandat, Obama s'est préoccupé de surmonter le legs des erreurs de Bush et de faire face à la crise. Mais la crise est-elle vraiment terminée ? Et même si c'est le cas, cela signifie-t-il que l'Amérique pourra affronter l'avenir sans encombre ? Ou, ayant survécu à la crise, les États-Unis sont-ils confrontés aux mêmes défis que ceux qui avaient amené Obama, alors jeune sénateur, à assister au lancement du projet de Hamilton en 2006 – des défis qui n'ont fait que s'amplifier et s'intensifier depuis ? Dans les cercles de la politique étrangère, le début du deuxième mandat d'Obama est marqué par un débat passionné sur le repli de l'Amérique et les fondements de son pouvoir international[69]. Dans la politique économique aussi, on trouve des sceptiques. Avait-on assez changé pour qu'une autre crise soit moins probable ? Les tensions au sein du système financier ont-elles réellement été résolues ou simplement contenues ? Si une autre Grande Dépression a été évitée, cela a-t-il eu l'effet pervers d'éliminer l'incitation à une réforme vraiment profonde[70] ? Ce n'est pas sans ironie que, parmi les Cassandre, l'une des voix les plus vibrantes et les plus convaincantes n'est autre que Larry Summers, secrétaire au Trésor de Clinton et conseiller économique principal d'Obama jusqu'en décembre 2010. Douze mois après la deuxième victoire électorale d'Obama, lors d'un événement organisé par le FMI en novembre 2013, Summers lance cet avertissement : « La leçon que je retire de la crise, la leçon essentielle, et que selon moi le monde a sous-estimée, c'est que rien n'est jamais fini avant la fin, et que nous n'en sommes pas encore là[71]. » Il n'imaginait pas à quel point il avait raison.

Partie IV

CONTRECOUPS

Chapitre 19

AMERICAN GOTHIC[1]

La crise bancaire de 2008 a fait une victime collatérale : l'industrie automobile américaine. General Motors et Chrysler, qui ont vu leurs ventes s'effondrer, sont à genoux. En décembre 2008, un Congrès revanchard refuse de voter l'enveloppe d'aide d'urgence, mais ni Bush, ni Obama ne peuvent se résoudre à laisser tomber ces deux géants, qui furent en leur temps les locomotives de l'industrialisation américaine. Pour les sortir de l'ornière, ils piochent dans les fonds initialement prévus pour renflouer les banques. En 2013, GM et Chrysler sont sortis du rouge. Comme les autres fleurons de l'industrie américaine, elles ont résisté à la tempête. En février 2014, Chrysler fête son redressement avec l'exubérance propre aux grandes entreprises américaines : elle s'offre un espace publicitaire au Super Bowl pour diffuser un spot qui promet de marquer les esprits. La marque veut frapper fort et elle engage l'homme de la situation : Bob Dylan, le vieux barde de la contre-culture folk-rock, écrit, réalise et interprète en personne le clip. Sur fond d'images d'un hyperréalisme blafard à la Hopper, Dylan offre à la nation un tableau saisissant de kitsch nationaliste :

« Qu'y a-t-il de plus américain que l'Amérique ? L'original, ça ne s'importe pas. Le cool authentique, ça ne s'imite pas.

On ne copie pas un patrimoine. Car ce que Detroit a créé était inédit et a inspiré… le reste du monde.

Ouais… Detroit a fait des voitures. Et les voitures ont fait l'Amérique. Pour fabriquer le meilleur, le plus beau, il faut de la conviction.

On ne peut pas importer le cœur et l'âme de chaque

homme et de chaque femme qui travaille sur la chaîne de montage.

On peut aller chercher ailleurs des produits plus raffinés, mais on ne trouvera pas mieux pour la route américaine et les gens qui en vivent.

Parce que nous croyons à la vitesse, aux vrombissements et à la puissance.

Et ce qui est fabriqué ici l'est avec la seule chose que l'on ne trouve nulle part ailleurs : la fierté américaine. Laissez l'Allemagne brasser votre bière, la Suisse fabriquer votre montre, l'Asie assembler votre téléphone. Nous, nous fabriquerons votre voiture[2]. »

Son discours a d'autant plus d'impact que le public reconnaît forcément le décor du spot : Detroit. Si l'industrie automobile américaine renaît de ses cendres, la « Motor City », elle, est à l'agonie.

La ville, qui a connu son âge d'or dans l'après-guerre, dépérit lentement mais sûrement. À son apogée, elle revendiquait 1,8 million d'habitants, dont 500 000 Afro-Américains. En 2013, son centre urbain, frappé de plein fouet par la désindustrialisation et déserté par les Blancs après les émeutes de 1967, ne compte plus que 668 000 âmes, dont 550 000 Afro-Américains – livrés à eux-mêmes dans une ville qui tombe littéralement en ruines, accablée par une dette de plusieurs dizaines de milliards de dollars. Quand la plupart des grandes usines qui en avaient fait l'un des grands centres industriels du monde ont fermé, Detroit a basculé dans la terrible spirale du chômage, des inégalités raciales et des prêts prédateurs et risqués[3]. En 2013, 36 % de la population de Detroit vit sous le seuil de pauvreté du Michigan – qui est loin d'être généreux. Le taux de chômage s'établit à 18 %. La ville est un exemple extrême de ce cercle vicieux où les difficultés financières du public et du privé s'aggravent mutuellement. En 2005, 68 % de l'ensemble des prêts immobiliers contractés par les habitants de

Detroit sont des *subprimes*[4]. Tandis que la crise déferle sur l'Amérique, à Detroit, 65 000 maisons sont saisies. Et 36 400 de ces logements ont si peu de valeur qu'ils sont tout bonnement abandonnés pour rejoindre un parc immobilier qui compte déjà de 140 000 bâtisses délabrées. Soucieux de contenir l'effet de contagion, l'exécutif local fait démolir des quartiers entiers. En dépit des aides étatiques et fédérales, ce programme de démolition coûte 195 millions de dollars à la ville. À quoi s'ajoute une perte de recettes fiscales de 300 millions de dollars[5]. La municipalité n'avait pas besoin de ça. Elle nomme un « gestionnaire d'urgence » qui, en juin 2013, évalue la dette entre 18 et 20 milliards de dollars et déclare la ville en faillite. C'est la plus grosse faillite d'une ville dans l'histoire des États-Unis[6].

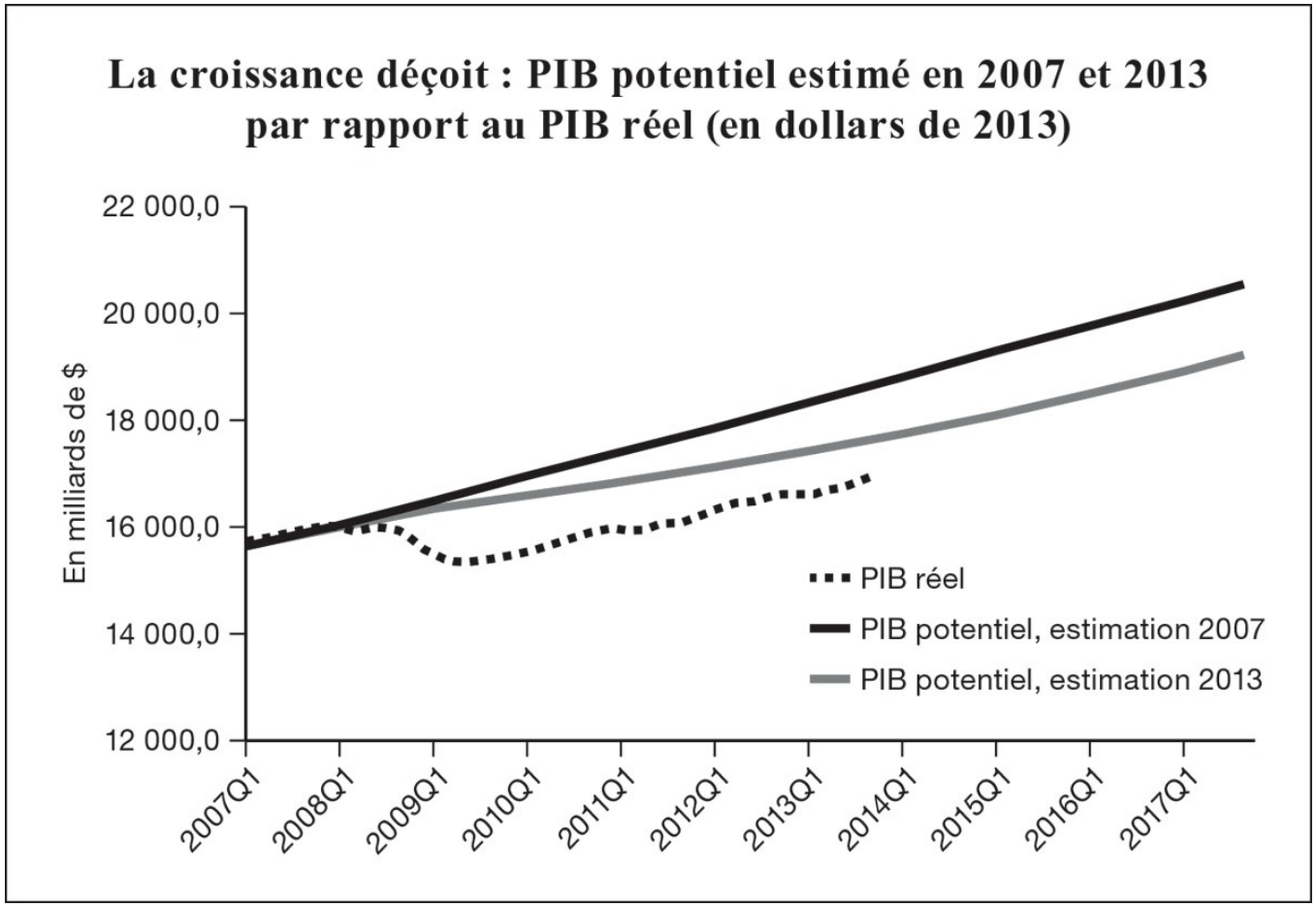
Les téléspectateurs qui voient le spot Chrysler de Dylan savent que, si Detroit est un exemple extrême, ce n'est pas un cas isolé. D'un bout à l'autre de l'Amérique, d'anciennes villes et cités industrielles sont au bord du gouffre. Quelques-unes sont ruinées. En 2011, le comté de Jefferson, en Alabama, où se trouve le centre sidérurgique de Birmingham, a lancé une procédure de faillite. L'année suivante c'est au tour de Stockton et de San Bernardino, en Californie. Ce sont des collectivités mal gérées, victimes des effets pervers de l'État-providence déliquescent de l'Amérique, et plombées par des économies vouées au déclin à long terme ou confrontées aux conséquences immédiates de l'éclatement de la bulle immobilière. Ces villes n'ont pas grand-chose de commun avec le Detroit postindustriel du nord du pays. Mais à elles toutes, elles symbolisent le stupéfiant passage du rêve américain au cauchemar américain.

Tout cela n'a rien de nouveau. Dans les années 1970, déjà, Bruce Springsteen chantait la face sombre de l'Amérique postindustrielle[7]. En 2006, Obama rappelait aux sommités du Hamilton Project les dures réalités que vivaient « les habitants de localités comme Decatur, en Illinois, ou Galseburg, Illinois », concluant : « Ce ne sera pas un processus indolore. » Pourtant,

pendant le plus clair de son premier mandat, ce ne sont pas les difficultés de ces petites bourgades qui guident la politique économique. C'est la bataille pour sauver Wall Street et la finance internationale. Les manifestations de 2001, qui ont politisé la question des inégalités, ont certes commencé à changer les termes du débat politique, mais le sentiment de malaise de la société américaine ne se révèle véritablement dans toute son ampleur qu'en novembre 2012, soit dix-huit mois après la réélection d'Obama[8]. Maintenant que le spectre de la crise s'est dissipé, les inquiétudes sur la trajectoire à long terme de l'Amérique qui tenaillaient déjà les centristes libéraux au début des années 2000 – cette impression que la situation n'est pas « normale » – reviennent en force.

I

Le discours catastrophiste de Larry Summers devant le FMI en novembre 2013 offre une expression inattendue mais symptomatique de ce malaise[9]. L'ancien secrétaire au Trésor parle de la reprise économique et de sa lenteur désespérante. Les autorités américaines se félicitent certes d'avoir aidé l'Europe à sortir de la récession, et elles n'ont pas tort. Depuis 2010, l'économie européenne affiche des résultats encore plus désastreux. Mais jamais l'Amérique n'a mis plus longtemps à se relever d'une crise. Conformément au « modèle d'arrachage » des cycles économiques [« *plucking models* »], après un choc à la baisse aussi sévère que celui de 2008, on aurait pu attendre un rebond vigoureux. En 2009-2010, la reprise a été forte, mais depuis, la croissance économique est retombée à un niveau déprimant. Où est le « rebond » ? Que se passe-t-il ?



Q1, premier trimestre (NdT).

Source : d'après L. H. Summers, « U.S. Economic Prospects : Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound », *Business Economics* 49, n° 2 (2014) : 65–74. Data : CBO.

L'explication classique veut que les États-Unis subissent les contrecoups d'une crise financière d'une gravité exceptionnelle[10]. Ce cycle économique ne ressemble à aucun autre. Il faudra du temps pour que les marchés et les entreprises se remettent. C'est précisément pour éviter ce type de séquelles que des économistes comme Reinhart et Rogoff appellent à l'austérité financière. Si l'on évite de regonfler la bulle de crédit et d'induire un redressement trop rapide, on pourra éviter la crise, disent-ils. Les keynésiens comme Krugman martèlent que tout cela est bien beau, mais que l'adoption prématurée d'une politique d'austérité a inutilement ralenti la reprise. Entretemps, la reprise a été inutilement ralentie par une politique d'austérité prématurée. « Tout a déraillé en 2010[11] », tranche Krugman. Depuis le passage généralisé à l'austérité, dont Reinhart et Rogoff se sont faits les chantres, la reprise traîne lamentablement. L'assouplissement quantitatif de Bernanke peut atténuer ces effets jusqu'à un certain point, mais il ne compense pas le déficit de la demande globale.

Ces paramètres dominent le débat de politique économique depuis 2009, voire bien avant. Ils passent toutefois totalement à côté d'un problème autrement grave et profond, qui est en train de saper l'économie américaine et, avec elle, la société bâtie sur ces fondements. L'hypothèse qu'évoque Summers ce 20 novembre 2013 au pupitre du FMI est déroutante et atypique – tant d'ailleurs, que Summers lui-même, d'ordinaire peu porté à la modestie ou au doute, prévient : « Tout cela est peut-être absurde, et il se peut que je me trompe totalement. » Mais à la lumière des données, la question se doit d'être posée : et si la faiblesse de la reprise n'était pas uniquement le fait d'une politique inadaptée ? Et s'il y avait un problème plus profond, à savoir, un déficit chronique de la demande d'investissement par

rapport à l'excédent de l'épargne, qui se traduirait par un état persistant de « stagnation séculaire » ?

Pour bien faire passer la force de son argument, Summers invite son auditoire encore sceptique à se retourner sur la période qui a précédé le crash. Avec le recul, tout le monde admet que la politique monétaire avant 2008 a été « trop souple… Il y a eu beaucoup de prêts imprudents. Presque tout le monde s'accorde à penser que la richesse, telle qu'elle a été vécue par les ménages, était supérieure à sa réalité. Trop de liquidités, trop d'emprunts, trop de richesses ». A priori, tous les ingrédients semblent réunis pour que l'économie américaine redécolle. Ce n'est pourtant pas le cas. En dépit des débordements dus à la flambée immobilière, jusqu'en 2008, la croissance s'est maintenue à des niveaux très moyens. En fait, par rapport aux années 1950 et 1960, elle est même lente, ce qui explique que des villes comme Detroit se soient retrouvées en position si précaire. « Les taux de chômage n'ont pas été particulièrement faibles. Il n'y a pas eu de réelle accélération de l'inflation. Et pourtant, la formation d'une énorme bulle immobilière n'a pas suffi à générer le moindre signe d'excès de la demande globale », s'étonne-t-il. On serait donc en droit de penser, poursuit Summers, que la performance de l'économie américaine aurait été bien plus « satisfaisante » « en l'absence de bulle immobilière, et dans des conditions normales de crédit ». Eh bien non : elle aurait été tout aussi décevante que l'est la reprise actuelle. Voire plus encore.

Prenant à contre-pied l'histoire économique récente de l'Amérique, Summers avance une explication : depuis au moins vingt ans, la croissance économique américaine repose sur des fondations instables. En effet, pour parvenir à un taux de croissance à peine « normal », elle s'est nourrie de bulles financières « anormales ». Quelque temps plus tard, revenant dans un autre discours sur les dernières décennies, il demande : « Pouvons-nous isoler une seule période soutenue au cours de laquelle l'économie a affiché une croissance satisfaisante dans

des conditions qui étaient financièrement tenables ? On pourra toujours identifier une période de ce type, certes, mais elles sont plus minoritaires que majoritaires dans l'expérience historique[12]. » C'est là une condamnation sans appel du consensus dont Summers lui-même avait été l'un des artisans[13]. Et elle a des conséquences considérables pour les orientations politiques du moment : si l'Amérique reste les bras croisés, le rebond tant attendu de la crise de 2008 risque de ne jamais se produire.

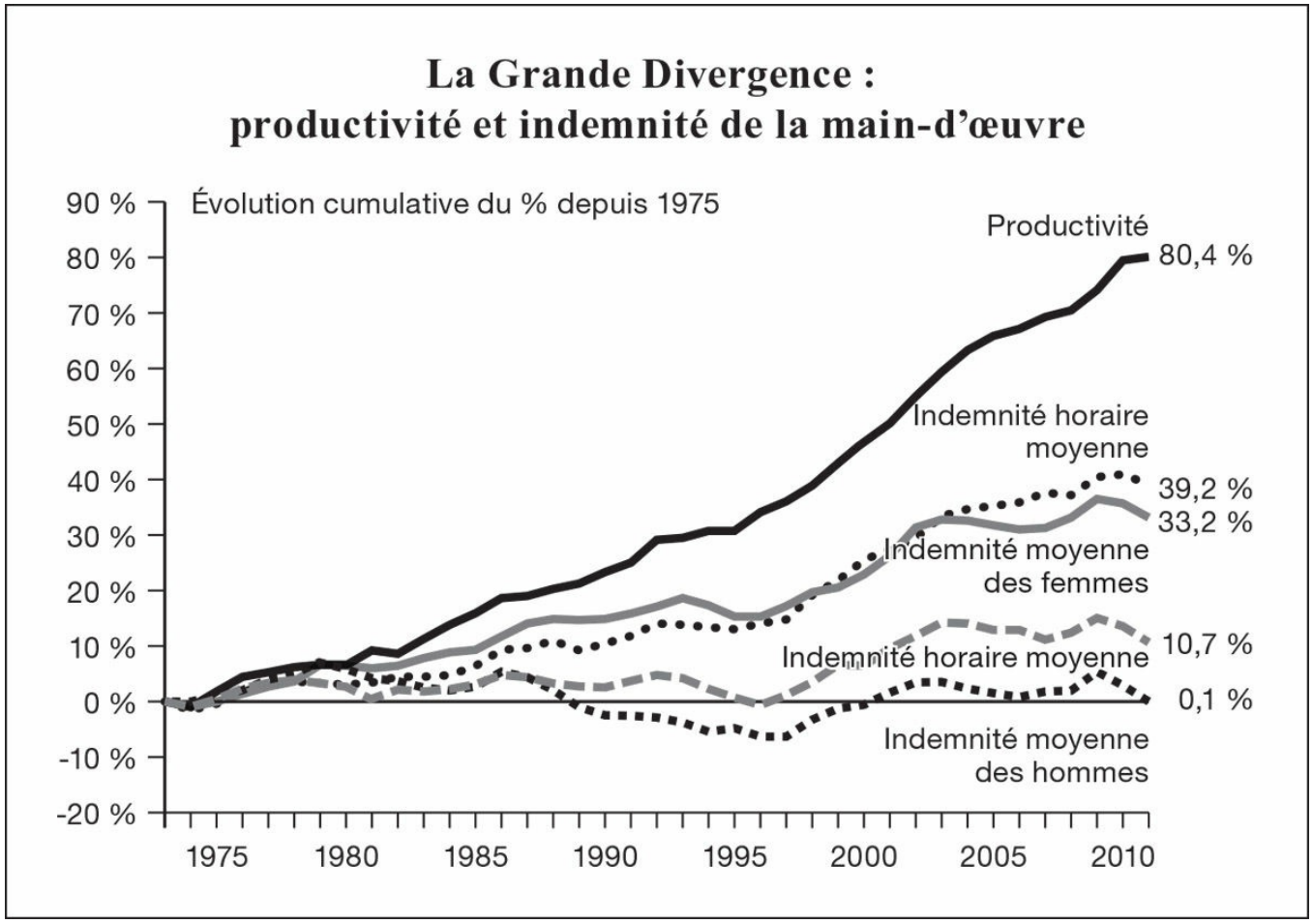
Pour remédier à cette panne chronique de l'investissement, Summers prône une ère nouvelle d'interventionnisme de l'État. Naturellement, les États-Unis n'arriveront naturellement jamais à la cheville de la Chine en la matière, et ce n'est d'ailleurs pas souhaitable. Mais la situation exige une injection massive d'investissements publics. Il s'agit de reconstruire les infrastructures du pays et, du même coup, de répondre aux questions plus fondamentales que Detroit a mises en lumière. Une reconstruction physique serait un moyen de rendre un peu de sa fierté et de sa cohésion au pays. Au printemps 2014, Summers revient à la charge : « Prenez l'aéroport Kennedy. C'est une honte pour un point d'entrée de la plus grande ville du plus grand pays du monde. Les plus riches, qui se déplacent en jet privé, ne voient rien de sa décrépitude. Lancer un chantier de réparation emploierait un nombre significatif de gens qui travailleraient de leurs mains, et donnerait un sérieux coup de pouce à l'emploi et à la croissance. […] Si à l'heure où les États-Unis peuvent emprunter à moins de 3 % dans une devise que nous imprimons nous-même, et à l'heure où le taux de chômage des ouvriers du bâtiment dépasse les 10 %, ce n'est pas le bon moment, alors quand viendra le bon moment[14] ? »

Ce que prône – trop tard – Summers est ce que l'administration Obama n'a pas su accomplir : un effort concerté visant à mobiliser la société américaine autour d'un programme soutenu de croissance reposant sur les investissements et de modernisation en profondeur. Les tentatives de relance de 2009

et 2010 n'étaient certes pas négligeables. Mais elles ont été bridées par les angoisses du moment, la résistance du Congrès, une mobilisation aussi spectaculaire qu'agressive de l'opinion de droite, et la frilosité de Larry Summers lui-même, qui craignait de perdre de sa crédibilité auprès des personnalités politiques les plus averties. Ce qui a abouti à une reprise atone, mais surtout, profondément inéquitable. Après les images bouleversantes témoignant de l'état de délabrement de Detroit et d'autres villes postindustrielles d'Amérique, des statistiques catastrophiques sont venues compléter le tableau.

En octobre 2013, deux économistes français, l'un travaillant en Californie et l'autre à Paris, publient les derniers résultats d'une étude au long cours sur les inégalités en Amérique [15]. Emmanuel Saenz et Thomas Piketty ne sont pas des inconnus. C'est l'un de leurs articles, retraçant l'évolution des plus hauts revenus aux États-Unis, qui a inspiré le fameux slogan « Nous sommes les 99 % » du mouvement Occupy Wall Street [16]. Les chiffres qu'ils publient en octobre 2013 sont stupéfiants. S'appuyant les dernières données fiscales disponibles, ils ont calculé que 95 % de la croissance totale générée par la reprise depuis 2009 ont été accaparés par les 1 % des Américains les plus riches. Cette infime fraction de la population a vu ses revenus rebondir du creux de la vague pour progresser de 31,4 % en trois ans [17]. Parallèlement, les revenus de 99 % des ménages américains n'avaient pratiquement pas augmenté depuis la crise. Les données révisées ont par la suite quelque peu atténué ces disparités extrêmes. Mais en 2013, ces chiffres font l'effet d'une bombe. La croissance lente du PIB qui inquiétait Summers cache en fait deux réalités totalement différentes. Alors qu'une petite élite s'en sort extrêmement bien, pour l'Américain moyen, la thèse de la stagnation séculaire que Summers a émise comme hypothèse de travail correspond tout bonnement à la réalité vécue ces quarante dernières années [18]. Depuis le bicentenaire de la Révolution américaine, en 1976, la hausse de la productivité, moteur de la croissance économique, et les transferts aux salariés

sous forme de revenus des ménages ont suivi deux courbes totalement différentes.



Source : Lawrence Mishel, « The Wedges Between Productivity and Median Compensation Growth », EPI Issue Brief 330 (2012) : 1 –, http://www.epi.org/publication/ib330-productivity-vs-compensation/.

L'Américain moyen ne partage qu'une petite part de la croissance du revenu national telle qu'elle est mesurée par les statistiques du PIB. Presque tous les fruits de la croissance sont happés par les plus hauts salaires et ceux qui sont assez riches pour se constituer d'importants portefeuilles d'actifs financiers. La crise financière de 2008 a révélé à quel point la politique économique nationale est subordonnée aux besoins d'une poignée de gigantesques institutions bancaires transnationales. À présent, face à une reprise atone, les citoyens ne croient plus à l'équation entre croissance économique et progrès d'une société nationale. Comment, alors, continuer à présenter l'économie

nationale comme un projet commun à tous les Américains ?

II

Le déclin du rêve américain est un argument clé sur lequel Barack Obama articule son discours politique depuis ses débuts au Sénat. C'est aussi un fil conducteur du programme du Hamilton Project. En décembre 2013, un an après sa réélection, Obama visite un centre communautaire de Ward 8, un quartier afro-américain de Washington, où il prononce une allocution importante sur la crise sociale que traverse l'Amérique[19]. Il parle des « luttes quotidiennes » que doit livrer l'Américain moyen face à la « tendance inexorable qui, depuis des décennies, conduit à des inégalités dangereuses et croissantes ». Le « contrat fondamental qui est au cœur de notre économie a été faussé », déplore-t-il. Bien sûr, la tendance aux inégalités croissantes ne se limite pas aux États-Unis. Mais, martèle Obama, il ne faut plus se voiler la face : « ces disparités croissantes sont encore plus prononcées dans notre pays. […] Les statistiques montrent que notre niveau d'inégalité des revenus est proche de ceux de la Jamaïque et de l'Argentine ». Et de poursuivre : « La plupart de nos alliés développés, des pays comme le Canada, l'Allemagne ou la France, ont plus de mobilité que nous, et non pas moins. » La moitié de l'ensemble des Américains connaîtront la pauvreté pendant au moins une période de leur vie. « L'association de la montée des inégalités et du manque de mobilité ascendante constitue une menace fondamentale au rêve américain, à notre mode de vie, et à ce que nous représentons dans le monde. » Les inégalités, conclut le président, sont « le défi central de notre époque ».

La pauvreté racialisée dans des villes comme Detroit est absolument scandaleuse. Mais, souligne Obama, la crise américaine ne se limite pas aux communautés majoritairement afro-américaines. L'égalité de chances en Amérique est à présent une question de classe, et non de race, et il axera son second mandat sur le désespoir de la classe ouvrière blanche rurale. C'est la région des Appalaches – la Virginie-Occidentale et

le Kentucky –, freinée dans son développement par les bouleversements structurels, l'échec du système éducatif et l'absence de mobilité sociale, qui fait les gros titres de la presse. Dans sa pire expression, ce cocktail explosif se traduit par une épidémie de toxicomanie, alimentée par de l'héroïne à bon marché en provenance du Mexique et une consommation généralisée d'opioïdes[20]. En 2007, déjà, les morts par overdose étaient devenues la première cause de mortalité devant les accidents de la route, aux États-Unis[21]. Chez les Américains blancs, les décès par overdose ont augmenté de 297 % entre 2010 et 2014. Contrairement à ce que l'on constate dans n'importe quel autre pays développé, l'espérance de vie de la classe moyenne blanche ne cesse de diminuer depuis le début des années 2000. Le seul pays qui ait connu une situation comparable dans l'histoire moderne est la Russie, dans le chaos qui a suivi l'effondrement de l'Union soviétique. Jour après jour, un déluge d'enquêtes journalistiques et d'articles universitaires confirme cet état de choses catastrophique, et en 2015, Anne Case et Angus Deaton assènent le coup de grâce avec leur fameuse étude sur « les morts du désespoir[22] ».

La réalité de la crise de fait aucun doute. Reste à trouver des solutions. Quand l'aile gauche du Parti démocrate s'est emparée de la question des inégalités dans les années 1990, sous l'administration Clinton, elle pointait essentiellement du doigt des causes techniques et économiques[23]. La mondialisation a tiré les plus forts revenus vers le haut et les salaires les plus faibles vers le bas. Depuis les années 1990, l'impact de ces facteurs n'a fait que s'accentuer. L'ouverture du marché américain à des produits manufacturiers bon marché, déclenchée par l'ALENA et l'entrée de la Chine à l'OMC, a profité aux consommateurs, mais a aussi réduit les niveaux de salaires et privé les ouvriers américains d'emplois assurés dans le secteur manufacturier, et des assurances-santé et plans de retraite qui allaient avec. En 2013, des experts proches du mouvement ouvrier américain estiment que le déficit commercial avec

la Chine a fait perdre aux États-Unis 3,2 millions d'emplois, et que la concurrence d'une main-d'œuvre étrangère sous-payée a réduit de 180 millions de dollars les salaires des 100 millions d'ouvriers américains non-qualifiés[24]. Ces chiffres donnent le vertige, mais pour une économie forte de plus de 150 millions d'actifs et d'une masse salariale supérieure à 7 000 milliards de dollars, ils sont loin d'expliquer la montée en flèche des inégalités. À l'argument de la mondialisation, on a donc associé la théorie du « changement technologique biaisé en faveur des compétences[25] », selon laquelle indépendamment de la mondialisation et du commerce extérieur, l'évolution des progrès technologiques aurait très largement favorisé les plus qualifiés, à tous les niveaux de la société et dans tous les secteurs économiques, qu'ils soient ou non exposés à la concurrence internationale.

La réponse classique des réformistes consiste à exhorter les gouvernements étatiques et à l'État fédéral à s'engager pour améliorer le système éducatif, assurer un accès abordable à la formation continue et mettre en place des programmes d'accompagnement professionnel. C'est d'ailleurs dans cette optique qu'en 2006, le Hamilton Project a axé son action sur les programmes visant à occuper les jeunes défavorisés pendant leurs vacances d'été. Mais vingt ans plus tard, le bilan de ces mesures n'a rien pour convaincre : les inégalités ont continué de se creuser, et la mobilité sociale a régressé. Les solutions réformistes conventionnelles ont déçu et le « nouveau » débat sur l'inégalité, relancé après 2011, s'en démarque résolument. Les agences gouvernementales ont certes déployé bien des efforts louables pour modifier et améliorer la situation de l'Américain moyen, mais dans l'ensemble, leurs effets ont été pour le moins modestes. Entre 1977 et 2014, la part du revenu national captée par les 1 % les plus riches avait augmenté de 88,8 % avant impôts et cotisations sociales – et de 81,4 % après impôts et transferts. En revanche, ni la fiscalité ni l'État-providence n'ont contribué à enrayer la dégringolade de la part des 50 % les plus pauvres, qui

est passée de 25,6 % à 19,4 %[26]. Ce n'est pas un hasard. Ceux qui en avaient les moyens ont exploité tous les mécanismes fiscaux possibles et imaginables pour optimiser leur avantage. L'investisseur milliardaire Warren Buffet ne disait pas autre chose lorsqu'il déclarait : « Il y a une guerre des classes, c'est un fait, et elle dure depuis vingt ans, mais c'est la mienne, la classe des méga-riches, qui a gagné[27]. » Ce n'était pas du cynisme. Buffet comprend si bien ce que cela implique en termes sociétaux, qu'en 2011, il suggère de taxer les plus hauts revenus à 35 %. Obama soutient la proposition, mais au Congrès, les républicains freinent des quatre fers[28]. L'idée même qu'un programme d'amélioration sociale puisse reposer sur la bonne volonté de milliardaires prêts à mettre la main à la poche pour le bien de la société américaine témoigne autant de l'intégrité morale de Warren Buffet que du déséquilibre total des rapports de force dans l'Amérique du XXIe siècle.

L'Amérique « d'en bas », elle, n'a pas attendu Buffet pour le comprendre. Les sondages d'opinion, notamment ceux commandés par la droite, traduisent depuis longtemps la profonde amertume des classes populaires et moyennes qui ont le sentiment que l'économie et le système politique sont sciemment conçus pour léser leurs intérêts[29]. Un point de vue généralement relégué au rang de la théorie du complot – et souvent, à juste titre. Des sites d'information en ligne comme Breitbart, qui s'est hissé sur le devant de la scène médiatique en surfant sur la vague du mouvement du Tea Party, offrent une tribune de choix à des propos ouvertement racistes et antisémites[30]. Mais abstraction faite de la rhétorique fielleuse et des raisonnements primaires, l'idée que les inégalités sont « systémiques » et que « le système » est fait pour défavoriser la classe moyenne américaine, ne relève pas de la paranoïa mais est un simple constat réaliste. C'est d'ailleurs ce qu'a toujours soutenu la gauche américaine, dans une tout autre logique et avec des intentions totalement opposées. Et c'est précisément ce scepticisme radical qui la distingue des centristes libéraux qui

dominent le Parti démocrate. La gauche n'a aucune confiance dans les institutions. Elle ne croit pas que c'est en confiant à des élus bienveillants issus des universités prestigieuses une machine délibérément organisée pour favoriser les riches que l'on pourra raviver le moindre espoir de changement fondamental. Le slogan de 2011 d'Occupy Wall Street est on ne peut plus clair : « Le système n'est pas détraqué, il est truqué[31]. » À bien des égards, les centristes libéraux sont les derniers à le comprendre. De toutes les composantes du spectre politique, ce sont évidemment ceux qui sont le plus convaincus que les maux de la société américaine appellent un remède technocratique et que l'État demeure un instrument adapté pour opérer ce changement. C'est précisément la radicalisation des commentateurs de cette mouvance qui a révélé l'ampleur du sentiment de crise[32].

Au lendemain des présidentielles de 2012, Paul Krugman, chroniqueur au *New York Times* , dresse dans une série d'articles remarquables un tableau extrêmement pessimiste de la société, de l'économie et de la politique américaines. « Quel est le point commun du consensus d'avant la crise et de celui d'après la crise ? » demande-t-il en décembre 2013[33]. « Ils ont tous deux autant participé à détruire l'économie : la déréglementation a ouvert la voie à la crise, le recours prématuré à l'austérité budgétaire a plus contribué que tout autre chose à entraver la reprise. Mais l'un et l'autre correspondaient aux intérêts et aux préjugés d'une élite économique dont l'influence politique s'était accrue proportionnellement à sa richesse. [...] Certains experts préféreraient sans doute dépolitiser notre discours économique, pour le rendre technocratique et non partisan. Ils se bercent d'illusions. Même sur des dossiers qui peuvent paraître purement technocratiques, ce sont les questions de classe et d'inégalités qui finissent par façonner – et déformer – le débat. » Ce qui ne manque pas de sel de la part d'un Prix Nobel d'économie qui, tout au long des années 1980 et 1990, s'inscrivait résolument dans la pensée dominante.

Robert Reich, ancien secrétaire au Travail de Bill Clinton, a connu la même désillusion, exactement au même moment historique. « Pendant vingt-cinq ans, j'ai expliqué à longueur de livres et de conférences pourquoi les classes moyennes laborieuses des pays développés comme les États-Unis n'ont pas gagné de terrain et sont soumises à de plus en plus de pression économique », soupire-t-il. Il soutenait alors le principe d'un État interventionniste face aux forces de la mondialisation et du progrès technologique. Il admet à présent que tout cela était largement « insuffisant », et même que « ce n'était pas la question » car son raisonnement passait à côté « d'un phénomène d'une importance capitale : la concentration croissante du pouvoir politique aux mains d'une élite financière et commerciale qui a réussi à influencer les règles qui régissent l'économie. […] Le problème ne tient pas à la taille du gouvernement, mais à la question de savoir pour qui roule le gouvernement[34] ».

Après les événements de 2008-2009 et les plans de sauvetage incroyablement biaisés et inégalitaires, qui peut encore prétendre ne pas savoir pour qui roule le gouvernement ? Au niveau des hauts fonctionnaires, les portes tournantes entre le Trésor, la Fed et les grandes banques continuent de tourner à plein régime. En 2014, Bernanke et Geithner quittent le secteur public pour aller pantoufler dans les hautes sphères de la finance. Geithner rejoint l'influente banque d'affaires Warburg Pincus. Bernanke, lui, conseille le fonds spéculatif Citadel et préside un comité consultatif du fonds obligataire du géant PIMCO (propriété de l'assureur allemand Allianz), qui s'offre également les services de Jean-Claude Trichet et de Gordon Brown, ainsi que d'Anne-Marie Slaughter, ancienne tête pensante du département d'État d'Obama[35]. Ce casting ressemble à s'y méprendre à une fête de retrouvailles d'anciens soldats de la crise de 2008. Et ils ont de bonnes raisons de se réjouir. À la Bourse, les actions ont retrouvé leur valeur d'avant la crise, voire plus. Les banques reconstituent leur bilan. À mesure

qu'elles accumulent du capital et des réserves, les taux de rentabilité du secteur financier sont certes très bas. Mais, comme l'ont toujours prouvé les tests de résistance, le revenu net avant provision repart à la hausse et cet afflux de capitaux les met à l'abri. Les géants de la finance américaine développent leurs activités, s'installant sur des marchés délaissés par leurs concurrents européens en perte de vitesse[36].

De toute évidence, Wall Street entretient des liens privilégiés avec le gouvernement. Après 2008, plus personne ne peut en douter. Mais ce qui frappe au lendemain de la crise, c'est la façon dont le discours critique sur l'économie politique américaine élargit son propos au-delà des banques. Ce faisant, il suit l'évolution des contours de l'économie elle-même. Avec l'explosion du marché des Smartphones et des médias sociaux en 2007, le secteur technologique a retrouvé le lustre qu'il avait perdu avec l'éclatement de la bulle Internet. La Silicon Valley est le nouveau fer de lance du capitalisme américain. Les poids lourds de l'industrie pharmaceutique continuent d'engranger des bénéfices. Quand les cours du pétrole rebondissent après leur plongeon de 2009, les compagnies pétrolières effectuent leur retour en force, brandissant leur nouvelle technique de fracturation hydraulique. Alors que la récession de 2008-2009 semble n'être plus qu'un mauvais souvenir, le schéma qui s'impose est une tendance à la concentration et une situation d'oligopole qui va bien au-delà de Wall Street. L'un des effets indésirables de la politique d'assouplissement quantitatif de Bernanke se manifeste : la faiblesse des taux d'intérêt aidant, il devient plus intéressant pour les entreprises d'emprunter pour racheter leurs concurrents. Lors des trois grandes vagues de fusions-acquisitions, qui culminent en 2000, 2006 et 2015 dans l'indifférence des autorités antitrust, le capitalisme américain se reconstitue sur un mode plus concentré et plus monopolistique[37]. En 2013, les bénéfices atteignent des niveaux records, qui frisent l'indécence[38]. Même les entreprises chroniquement déficitaires, comme les compagnies aériennes, affichent maintenant

des bénéfices. Mais les meilleurs taux de rentabilité sont ailleurs. Peter Orszag, l'ancien directeur du Budget d'Obama, désormais recasé à la Citibank, et Jason Furman, président du Council of Economic Advisers de la Maison-Blanche, soulignent dans un article de recherche que les deux tiers des entreprises non financières qui ont obtenu un retour sur capital investi de 45 % ou plus entre 2010 et 2014 « relevaient soit du secteur de la santé, soit de celui des technologies de l'information[39] ». Ce qui a permis à ces secteurs de concentrer des bénéfices colossaux et d'accorder à leurs dirigeants des méga-salaires est autant leur position dominante sur le marché, que les lois sur la propriété intellectuelle et la politique tarifaire soutenue par l'État[40].

La Silicon Valley ne plastronne pas. Ses entreprises incarnent la grande réussite technologique et entrepreneuriale de la fin du XXe siècle et du début du XXIe. Pour le patron d'Apple, Tim Cook, les lois antitrust, la protection des données et les enquêtes fiscales approfondies ne sont que « des conneries politiques », aussi archaïques que le seraient des ralentisseurs sur l'autoroute de l'avenir[41]. Comme le déclare l'oligarque du secteur technologique Peter Thiel à ses lecteurs et à ses auditoires, « Créer de la valeur ne suffit pas – il faut aussi capter une partie de la valeur que vous créez. » Et cela dépend du pouvoir de marché. « Les Américains mythifient la concurrence, pensant que c'est elle qui nous épargne les files d'attente propres aux régimes socialistes. » Thiel, lui, n'est pas dupe : « Le capitalisme et la concurrence sont à l'opposé l'un de l'autre, martèle-t-il. Le capitalisme se fonde sur l'accumulation de capital, mais en situation de concurrence parfaite, cette concurrence annihile tous les profits. Pour les créateurs d'entreprise, la leçon est claire : la concurrence, c'est pour les perdants[42]. »

On ne saurait attendre témoignage plus clair de l'arrogance des requins de la finance. Les implications n'en sont pas très réjouissantes. L'inégalité extrême de la distribution des revenus et des richesses dans le système américain provient des patrimoines hérités, et a été amplifiée par des changements

technologiques et économiques généralisés et par la « guerre des classes » de Warren Buffet, qui se propage à chaque aspect de la réglementation politique et de la déréglementation de l'économie. Auquel cas, que faudrait-il pour contrer ce déséquilibre et remédier à l'étonnante injustice du système ? En bon social-démocrate européen, Thomas Piketty déduit de ses chiffres sur l'inégalité que ce dont le monde a besoin c'est d'un impôt mondial sur la fortune. C'est le message central de son remarquable best-seller international, *Le capital au XXIe siècle* qui, en 2014, renouvelle entièrement le débat sur les inégalités[43]. Sa solution contribuerait très certainement à compenser la tendance aux inégalités flagrantes. Mais, aussi vertueuse soit-elle, serait-elle vraiment adaptée à un système aussi polarisé et biaisé que celui des États-Unis ? En soi, l'idée d'un impôt sur la fortune n'est pas mauvaise. Elle passe simplement à côté de sa raison d'être même, à savoir la lutte sans merci pour les privilèges et le pouvoir, qui permet depuis des décennies aux plus riches d'amasser des fortunes colossales, sans jamais concéder le moindre effort sérieux de redistribution. La réponse, s'il y en a une, n'est de toute évidence pas d'ordre technique. Elle est politique, au sens le plus complet du terme. Seule une démonstration de force peut défier le pouvoir.

En janvier 2014, Robert Reich est appelé à témoigner devant le Congrès : « J'ai travaillé à Washington et je sais combien il est difficile de faire passer la moindre mesure si le grand public ne comprend pas ce qui est en jeu et n'appuie pas les réformes. C'est pourquoi nous avons besoin d'un mouvement qui lutte contre les inégalités économiques et pour une croissance partagée – un mouvement d'une ampleur comparable à celle du mouvement Progressiste qui, au début du XXe siècle, a débouché sur la progressivité de l'impôt sur le revenu, les lois antitrust, le droit de vote des femmes, à celle du mouvement ouvrier qui a contribué à animer le New Deal dans les années 1930 et alimenté la prospérité des trente années d'après-guerre, à celle du mouvement des droits civiques auquel nous devons les deux lois

essentielles que sont le Civil Rights Acts et Voting Right Act, et à celle du mouvement écologiste qui a engendré la loi sur la protection de l'environnement et d'autres textes législatifs fondamentaux[44]. »

L'appel aux armes de Robert Reich est puissant et convaincant. Pour remédier à un système truqué, il faut une mobilisation massive. Mais comme Reich ne le sait que trop bien, la gauche progressiste n'est pas la seule à avoir tiré cette conclusion. En fait, la droite américaine a dégainé la première. Contrairement aux progressistes libéraux, la droite libertarienne américaine n'a jamais douté que le gouvernement posait problème. Elle a toujours clamé qu'il était même tout le problème. La descente aux enfers de l'Amérique, l'enracinement des inégalités et de l'oligarchie, la catastrophe de 2008, la reprise inégalitaire, sont à ses yeux autant de symptômes de la profonde corruption provoquée par l'interventionnisme d'un État surdimensionné sous l'emprise de groupes d'intérêts. La politique de crise d'Obama n'est que la dernière phase de ce processus. En réaction au discours d'Obama de décembre 2013 sur les inégalités, les animateurs de Fox News n'hésitent pas à s'emparer des résultats saisissants de Saenz et Piketty sur la répartition inégale des fruits de la reprise pour les retourner contre le président : « Il prétend vouloir en finir avec l'inégalité, et affirme que sa politique vise depuis le début à rétablir l'égalité. » Or, interrogent les commentateurs de Fox News, comment ont évolué les inégalités sous l'administration Obama ? « Les revenus du 1 % ont augmenté de 31,4 % entre 2009 et 2012. Et les revenus des 99 % restants, vous savez de combien ils ont augmenté ? De 0,4 %. Ce sont là des faits. 95 % des gains en revenus ont été captés par le 1 % supérieur. Voilà le système dont il parle. Le système, c'est lui. C'est son système[45] ! »

Ce qu'ils s'abstiennent scrupuleusement de préciser, c'est que les faibles taux d'imposition qui sont à l'origine de ces disparités extrêmes ont été mis en place par un Congrès républicain, qui s'emploie à les maintenir. Mais la polémique est éloquente.

Une grande partie de la droite américaine convient avec Obama que le rêve américain a du plomb dans l'aile, mais pour eux, le 44e président des États-Unis incarne tout ce qui va mal dans le pays. Sa victoire de 2012 sur Mitt Romney les conforte dans la certitude que la politique républicaine existante est désespérément inadaptée. Avec un candidat comme Romney, un banquier issu de la classe supérieure, ce ne sont pas les républicains qui opéreront les changements qu'attend l'ultradroite. En 2013, tandis que les démocrates savourent encore la réélection d'Obama, la droite contre-attaque. Sa cible n'est autre que la mesure sociale phare du premier mandat d'Obama : la réforme de l'assurance-maladie. Son otage sera le budget.

III

En 2011, le mouvement du Tea Party a bien failli précipiter les États-Unis dans la crise budgétaire. La catastrophe est évitée à la dernière minute par un compromis stipulant qu'une « super-commission » bipartisane émettra des recommandations sur la réduction du déficit. Mais en janvier 2012, les négociations n'ayant débouché sur aucun accord, un processus de séquestration budgétaire sera déclenché en janvier 2013, qui entraînera des coupes automatiques dans les dépenses de toute la machine gouvernementale, y compris la Défense[46]. Ce mécanisme non discrétionnaire est apprécié des démocrates proches de Robert Rubin, partisans d'une réforme budgétaire[47]. L'une des voix les plus audibles et les plus influentes favorables aux coupes budgétaires est celle de la campagne « Fix the Debt » (Réglons la dette), qui réunit autour de Peter G. Peterson une coalition d'entreprises et des insiders de Washington[48]. Ses tenants envisagent plus volontiers des coupes sombres dans les prestations sociales et, étant donné leur méfiance à l'égard des « conneries politiques » qui frustrent aussi bien les hommes d'affaires que les experts en politique, une séquestration budgétaire automatique est à leurs yeux loin d'être la pire des solutions. En octobre 2011, au lendemain du premier affrontement sur le budget avec le Tea Party, Peter Orszag, ancien directeur du Budget d'Obama, ne craint pas de déclarer : « Pour résoudre les graves problèmes auquel notre pays est confronté, nous devons minimiser les dégâts du blocage législatif en nous en remettant davantage aux mécanismes automatiques et à des commissions dépolitisées pour certaines décisions politiques. En d'autres termes, aussi radical que cela puisse paraître, nous devons répondre à la paralysie de nos institutions politiques en les rendant un peu moins démocratiques. […] Nous devons en finir avec la légende naïve d'une démocratie représentative pure, et commencer plutôt à construire un nouvel ensemble de règles et d'institutions capable de limiter l'impact

du blocage législatif sur la santé à long terme de notre pays[49]. »

Si rien n'est fait, les coupes automatiques qui planent sur 2013 sont énormes – 563 milliards de dollars pour une seule année, ce qui représente un coup de frein dissuasif, susceptible d'entraîner une contraction du PIB et une nouvelle récession. Pour éviter la débâcle, il faut absolument trouver un accord. De nouvelles négociations s'ouvrent, sur fond de tensions. Le « grand marchandage » conclu à l'arraché entre Obama et Boehner en 2011 est une illustration flagrante de la politique biaisée de Washington : l'accord troque une réduction massive des subventions sociales contre des hausses d'impôts soigneusement circonscrites, qui toucheront les ménages les plus fortunés mais épargneront les entreprises « créatrices d'emplois » et « génératrices de croissance ». La gauche est scandalisée[50]. La campagne de réduction du déficit est truffée de conflits d'intérêts. Parmi les plus farouches défenseurs des réductions des budgets sociaux, beaucoup sont des lobbyistes qui réclament des exemptions fiscales ciblées. « Il est plus facile à un faucon du déficit qu'à un stratège d'entreprise d'avoir un rendez-vous à Washington », constate avec un certain cynisme un observateur. Entretemps, la presse a dénoncé la grossière supercherie des lobbyistes de Peterson, qui tentent de faire passer leur mouvement pro-austérité pour un mouvement populaire émanant de la jeunesse. Entre autres outils de communication, la campagne « Fix the Debt » prévoit un circuit en autocar des campus universitaires sous le slogan « The Can Kicks Back », un clip YouTube surréaliste où le vénérable sénateur Alan Simpson s'est laissé convaincre de danser « Gangnam Style », et un stratagème grotesque visant à inonder le Congrès de lettres manuscrites d'adolescents s'indignant du fardeau de la dette que leurs grands-parents menacent de leur transmettre. En fait d'initiative citoyenne de type *grassroots*, la campagne ressemble davantage à de l'« Astroturfing[52 51/] ».

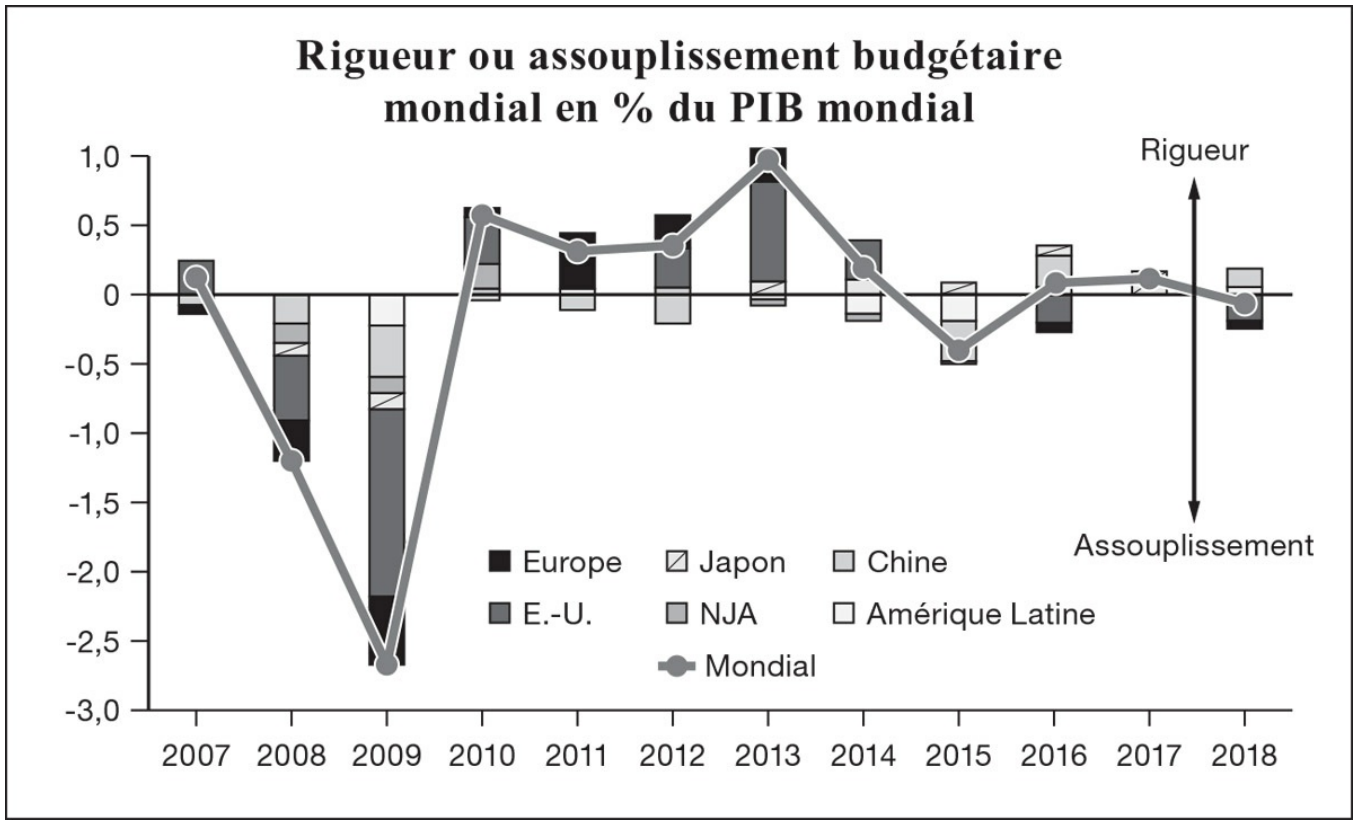
Les journalistes se font un plaisir de démonter les post-vérités de la campagne d'austérité républicaine. La gauche concentre

quant à elle ses attaques sur des gens comme Peterson, Orsag, Simpson et Bowles, qui passent pour les véritables arbitres du pouvoir à Washington. Mais personne ne mesure encore l'agressivité et l'énergie étonnantes de l'extrême droite ultraconservatrice, qui ne cherche pas tant à dégraisser le gouvernement qu'à le paralyser totalement. Au sein du Parti républicain, le mouvement du Tea Party est un petit groupe déterminé et grassement financé. Au chapitre de la réduction du déficit, il n'acceptera de voter que les coupes budgétaires. Et il veut surtout couper les vivres à l'Obamacare, qu'il considère comme une menace « socialiste » qui mettrait en péril l'avenir même de l'Amérique. Les dirigeants républicains hésitent à suivre, car ils craignent de perdre des voix au centre. Ils savent que la crise budgétaire de 2011 est mal passée auprès de l'électorat. Mais les ultras du Tea Party ne veulent rien savoir. Pour ces talibans de la droite, il est évident que si Romney a perdu, c'est parce que c'est un modéré et parce qu'il a transigé sur l'immigration et l'assurance-santé. Pour reconquérir l'électorat, du moins celui de leurs circonscriptions républicaines opportunément redécoupées, ils ne voient qu'un moyen : adopter la ligne la plus dure qui soit.

En janvier 2013, les deux partis n'ont toujours pas réussi à s'entendre. Une loi palliative repousse de deux mois l'échéance de la cure d'austérité. Entretemps, le plafond de la dette a été suffisamment relevé pour couvrir les dépenses jusqu'en mai. Une majorité de républicains ayant accepté de légères augmentations fiscales sur les plus hauts revenus et les successions importantes, il semble que l'on a évité la crise. Mais le temps presse.

Le 1er mars, les coupes budgétaires automatiques entrent en vigueur. Les dépenses militaires sont gelées, tout comme les budgets de l'Agence fédérale des situations d'urgence (FEMA), du FBI, de l'Agence de régulation des produits alimentaires et médicamenteux (FDA) et de l'autorité boursière américaine, la SEC. L'appareil gouvernemental américain entre en

hibernation[53]. En 2013, la reprise économique poussive des États-Unis est encore ralentie par un resserrement budgétaire équivalent à 1 % du PIB global. Les États-Unis, qui étaient plus expansionnistes que l'Union européenne en 2008-2009 adoptent à présent une politique beaucoup plus restrictive.



Source : Crédit suisse.

Entretemps, pour continuer à faire tourner les services publics de base, des autorisations de dépense ad hoc sont approuvées pour financer le gouvernement fédéral jusqu'en septembre. Préparer un budget viable pour 2014 est au-dessus des forces du Congrès. Le 21 mars, le 22 mars et le 10 avril, la Chambre des représentants, puis le Sénat et enfin, la Maison-Blanche publient des propositions de budget distinctes. Celles du Sénat et de la Maison-Blanche sont relativement proches sur les objectifs de réduction des déficits publics (de 1 800 à 1 900 milliards de dollars sur dix ans) et sur l'équilibre entre les réductions des dépenses et les hausses fiscales[54].

Les républicains de la Chambre sont sur une tout autre longueur d'onde. Ils réclament des coupes beaucoup plus importantes (4 600 milliards de dollars sur dix ans), intégralement prélevées sur les dépenses. La Chambre refuse d'étudier le budget du Sénat, et ni le Sénat ni la Chambre n'acceptent de voter la proposition de la Maison-Blanche. L'incohérence de la politique budgétaire américaine atteint de nouveaux sommets. Le 19 mai, le plafond de la dette est relevé afin de couvrir les emprunts gelés depuis février, mais ne prévoit aucune nouvelle dette. Le Trésor est donc contraint de se replier sur les expédients auxquels il a eu recours en 2011, vidant les fonds de tiroir et puisant dans les fonds de réserve. À la mi-octobre, le Trésor n'a plus d'argent et en est réduit à établir des priorités dans le règlement de ses factures. Autant dire qu'il est plus ou moins en cessation de paiement. Face à cette perspective, en mai 2013, les républicains sortent de leur manche un projet de loi pour s'assurer qu'au moins les détenteurs de bons du Trésor soient payés [55]. Pour John Boehner, chef de file des républicains à la Chambre, cela paraît être une première étape logique pour hiérarchiser les priorités du gouvernement fédéral en cas de faillite. Or, les démocrates n'ont aucun intérêt à rendre l'impensable plus gérable, et s'élèvent vigoureusement contre l'idée de payer les bailleurs de fonds chinois avant les soldats en service et les bénéficiaires de la sécurité sociale. Ils rejettent la loi de confiance et de crédit [Full Faith and Credit Act], bientôt surnommée la loi « payer la Chine d'abord ». Obama a prévenu qu'il mettrait son veto si le texte était adopté.

Le bras de fer se poursuit tout au long de l'été, et il n'y a toujours aucun accord en vue. Le 25 septembre, le Trésor annonce qu'il sera à court d'argent le 17 octobre 2013. Nancy Pelosi rappelle à Boehner le sacrifice qu'ont consenti les démocrates pour voter le programme TARP du président Bush[56]. L'argument laisse de marbre une majorité républicaine qui ne garde pas un très bon souvenir des années Bush et est terrifiée à l'idée de se laisser déborder sur sa droite par le Tea

Party – qui lui-même n'a toujours pas digéré le TARP et les plans de sauvetage. Les républicains exigeant des coupes drastiques dans tous les secteurs et la privatisation du programme Medicare, les négociations restent dans l'impasse et, le 1er octobre 2013, à 00 h 01, heure de Washington, le gouvernement déclare la fermeture partielle des services fédéraux, mettant provisoirement 850 000 fonctionnaires en congé sans solde[57]. La Maison-Blanche annule les déplacements à l'étranger du président. Obama, qui devait se rendre à un sommet de l'APEC en Indonésie, n'honorera donc pas son rendez-vous avec son homologue chinois. Ce n'est que le 16 octobre, quelques heures avant la date butoir du Trésor, que le Sénat vote une résolution de continuité pour financer les services de l'État jusqu'en février 2014 – une solution provisoire que les républicains ont fini par accepter quand ils ont compris que cette bataille était en train de leur coûter très cher, politiquement.

IV

Un désastre a été évité, mais il ne faut surtout pas banaliser ce qu'il vient de se passer. L'aile ultradroitière du Parti républicain, composée de nationalistes xénophobes, dont beaucoup sont des évangélistes convaincus guidés par une vision du monde façonnée par l'Alt-Right – ou par le nationalisme à outrance de Pat Buchanan, chantre de « l'Amérique d'abord » –, un groupe dont le noyau dur représente 10 % des représentants à la Chambre, a menacé de paralyser le plus grand État-nation du système mondial. Comme le confiait en novembre 2013 à un journaliste du *Daily Beast*, Steve Bannon, rédacteur en chef du site d'information Breitbart, militant convaincu du Tea Party et étoile montante de l'Alt-Right, « Je suis léniniste. Lénine voulait détruire l'État, ce qui est mon but, aussi. Je veux tout faire tomber et détruire tout l'establishment actuel[58]. » Pour les gens comme Bannon, la crise de 2008 et le plan de sauvetage ont marqué un point de rupture fondamental dans l'histoire de l'Amérique. Le tournant décisif a eu lieu le matin du 18 septembre 2008, quand le discours alarmiste de Bernanke et Paulson a convaincu le président Bush d'approuver le plan TARP. C'est à ce moment-là, selon Bannon, que la menace d'un effondrement systémique a révélé la véritable structure du pouvoir : « Nous marchons sur la tête. Les démocraties industrielles actuelles ont un problème que nous n'avons jamais vu auparavant. Nous sommes surendettés […] et nous avons bâti un État-providence qui est complètement et totalement insoutenable[59]. » Seule une lutte sans merci contre l'élite libérale et contre l'État qu'elle a construit à son image peut sauver l'Amérique. Et si, au passage, cela met aussi dans l'embarras un establishment républicain inepte, eh bien tant mieux.

Pour s'attaquer à la structure du pouvoir, Robert Reich a appelé de ses vœux à une nouvelle ère progressiste, un nouveau mouvement des droits civiques, un mouvement qui n'ait pas peur de bousculer le statu quo à tous les niveaux. Cette insurrection est

arrivée, mais elle est venue de la droite, et non de la gauche. Le monde est consterné. Au Japon, la une de *Newsweek* suscite l'effarement : « L'Amérique ruinée – une superpuissance se saborde. » Le *Wall Street Journal* titre sur le « *shutdownfreude* », la joie mauvaise que suscite le shutdown en Europe car, pour une fois, c'est bien l'Amérique et non la zone euro qui est livrée à la vindicte de l'opinion publique internationale[60]. *Der Spiegel* se désole : « Les États-Unis se ridiculisent sur la scène internationale. [...] Est-ce une façon de se comporter pour une superpuissance[61] ? » À quoi on pourrait répondre que seule une superpuissance peut se permettre un tel comportement. Mais combien de temps les États-Unis pourront-ils tenir cette position si le pays est tellement déchiré qu'il n'est même plus à même de décider s'il doit honorer ses dettes ou payer ses soldats ? Comme il fallait s'y attendre, à Pékin, l'agence de presse officielle Xinhua (Chine Nouvelle) dresse un constat plus sombre : « À l'heure où les politiciens américains des deux partis en sont encore à faire la navette entre la Maison-Blanche et le Capitole et sont incapables de s'entendre pour normaliser le fonctionnement des institutions politiques dont ils sont si fiers, le moment est peut-être venu pour la communauté internationale abasourdie de commencer à envisager la construction d'un monde désaméricanisé[62] », écrit l'éditorialiste Lui Chang. Sur une note plus légère, un dessinateur humoristique résidant en Chine commente : « Les Chinois doivent s'interroger : quand l'Amérique se décidera-t-elle à réformer pour de bon ? Combien de temps ce système peut-il tenir ? Où est le Gorbatchev de l'Amérique[63] ? »

Il n'y a pas qu'à l'étranger que l'on s'inquiète. Si le Tea Party a réussi à se servir du Parti républicain pour saper la solvabilité du gouvernement américain, à quelles valeurs se fier ? Pour l'heure, le Tea Party a concentré ses attaques sur l'Obamacare. Quelle sera sa prochaine cible ? En 2014, la droite républicaine bloque la réforme de l'immigration et refuse de financer l'Export-Import Bank (agence fédérale créée pour protéger les entreprises

exportatrices), deux dossiers qui figurent parmi les priorités du monde des affaires américain. Au sommet du G20, les Américains annoncent un peu contrits que la ratification de la réforme des quotas du FMI est bloquée au Sénat par des républicains hostiles à l'avortement qui exigent d'exclure le remboursement de la contraception de l'Obamacare[64]. Rien ne dit que, la prochaine fois les ultrarépublicains ne s'en prendront pas à l'indépendance de la Fed ou au commerce international.

Dans le milieu des affaires, certains intérêts rejoignent les positions du Tea Party en matière de fiscalité et de protection sociale. Le lobby du charbon réclame l'élimination pure et simple des réglementations environnementales. Une caste d'oligarques de droite voit dans le mouvement le vecteur d'une contre-révolution culturelle et socio-économique[65]. Mais après la guerre budgétaire de 2013, les grands patrons ne peuvent plus se voiler la face. Pendant l'hiver 2013-2014, la Chambre du commerce mobilise ses troupes, non pour affronter les syndicats mais pour résister à l'insurrection républicaine. Avec son slogan des élections de mi-mandat de 2014, elle ne fait plus aucun mystère de son aversion pour le Tea Party : « Pas de guignols sur notre liste[66]. » un porte-parole de la Chambre résume la situation en ces termes : « S'il y en a qui veulent venir à Washington pour tout faire sauter et paralyser le système, qu'ils ne comptent pas sur nous. [...] Nous tenons à ce que le pays soit gouverné[67]. »

En 2014, les signes de recomposition politique sont flagrants. Tandis que le Tea Party fait campagne sur le thème des « intérêts particuliers » qui ont fini par « dominer notre culture politique », dénonçant « une classe politique corrompue » et « l'ingérence d'une élite puissante », ce sont les candidats démocrates qui se présentent comme « les défenseurs des entreprises[68] ». « Les démocrates et les entreprises sont en phase sur tout un éventail de questions, affirme Chuck Schumer, sénateur de l'État de New York. Le Tea Party a tellement poussé les républicains vers la droite que les entreprises sont désormais plus proches des démocrates traditionnels que

des républicains[69]. » Ce repositionnement, qui s'était déjà fait jour à l'époque du plan de sauvetage des banques en 2008, est en train de se confirmer. Au nom du nationalisme et du rêve américain, la droite plaide la cause du changement systémique, tandis que l'establishment du Parti démocrate occupe l'espace intermédiaire délaissé par les républicains. L'idée d'une campagne progressiste de grande ampleur pour lutter contre les inégalités a été oubliée.

Chapitre 20

UN SEVRAGE RATÉ

Les événements stupéfiants qui se déroulent au Congrès en 2013 ne déclenchent pas immédiatement une crise sur le marché obligataire, ce qui témoigne de la solidité des bons du Trésor américain – actifs sûrs par excellence au niveau mondial. Si les Chinois et les Allemands se plaignent, ce dont le marché se ressent légèrement, la demande de bons du Trésor américain repart rapidement à la hausse. En dernier lieu, le marché de la dette des contribuables américains est garanti par la Fed. Contrairement à la BCE, la banque centrale des États-Unis ne cache pas qu'elle garantit la dette souveraine. Les achats d'obligations dans le cadre de la troisième phase d'assouplissement quantitatif offrent un soutien immédiat, qui empêche ainsi une baisse des prix et une hausse des taux. Les investisseurs du monde entier y voient un élément de stabilité. Mais après les événements de 2013, certaines questions ne peuvent plus être éludées. La stabilité créée par la Fed a-t-elle pour effet secondaire de libérer le paysage politique des contraintes du marché et d'ouvrir la voie à l'extrémisme républicain ? La capacité des États-Unis à surmonter les crises budgétaires à court terme (comme celles de 2011 et 2013) pousse-t-elle ceux qui les vivent à sous-estimer les futurs dangers que pose la dégénérescence de la démocratie américaine ? Et pendant combien de temps les interventions technocratiques de la Fed peuvent-elles compenser la lenteur de la reprise économique aux États-Unis et la pagaille qui règne au sein du législatif ? Combien de temps la troisième phase de l'assouplissement quantitatif peut-elle durer ? Quand la Fed commencera-t-elle le sevrage ? Par rapport au chaos qui caractérise la politique budgétaire, ces interrogations sont, à première vue, « normales » dans

le domaine de la politique monétaire, si ce n'est que depuis 2008, le concept de « politique monétaire normale » n'existe plus. L'expansion colossale du bilan de la Fed sous-tend non seulement le système bancaire américain, mais aussi le système mondial libellé en dollars. De plus, la Fed n'a pas seulement démultiplié son bilan, elle a aussi changé sa composition. En achetant des titres à long terme en échange de réserves de liquidités, la Fed a absorbé sur ses livres de comptes l'asymétrie des échéances qui a causé la perte du système bancaire parallèle. À l'issue des phases successives d'assouplissement quantitatif, ce sont les titres à long terme de la Fed qui sont appariés à des passifs à court terme, notamment des liquidités et des dépôts de banques américaines et européennes.

Les tenants de l'inflation maîtrisée sont inquiets, mais cette situation ne pose pas de risque immédiat sur le plan de la stabilité. Les banques sont ravies que leurs réserves de liquidités soient garanties par la Fed. En cas de hausse des taux d'intérêt, la Fed, un des principaux détenteurs d'obligations, subirait une perte en capital. En revanche, ce serait largement compensé par les 350 milliards de dollars de bénéfices versés par la Fed au Trésor américain entre 2008 et 2013 [1]. La véritable interrogation concerne les répercussions sur les marchés financiers et monétaires au moment où la Fed changera de position. Toute mesure visant à modérer les achats obligataires de la Fed, sans même parler du dénouement de ses positions, nécessiterait un ajustement radical de la volonté des marchés à absorber non seulement un plus grand volume d'obligations, mais aussi une partie de l'asymétrie des échéances assumée par la Fed. Et ces changements devraient avoir lieu parallèlement à la hausse progressive des taux d'intérêt à court terme. Si, au contraire, la Fed poursuivait la troisième phase d'assouplissement quantitatif, son bilan continuerait de croître, le cours obligataire resterait élevé, les taux d'intérêt resteraient proches de zéro et les déséquilibres s'aggraveraient. En 2008, la Fed s'est embarquée dans un vertigineux numéro d'équilibriste qui ne lui permet pas

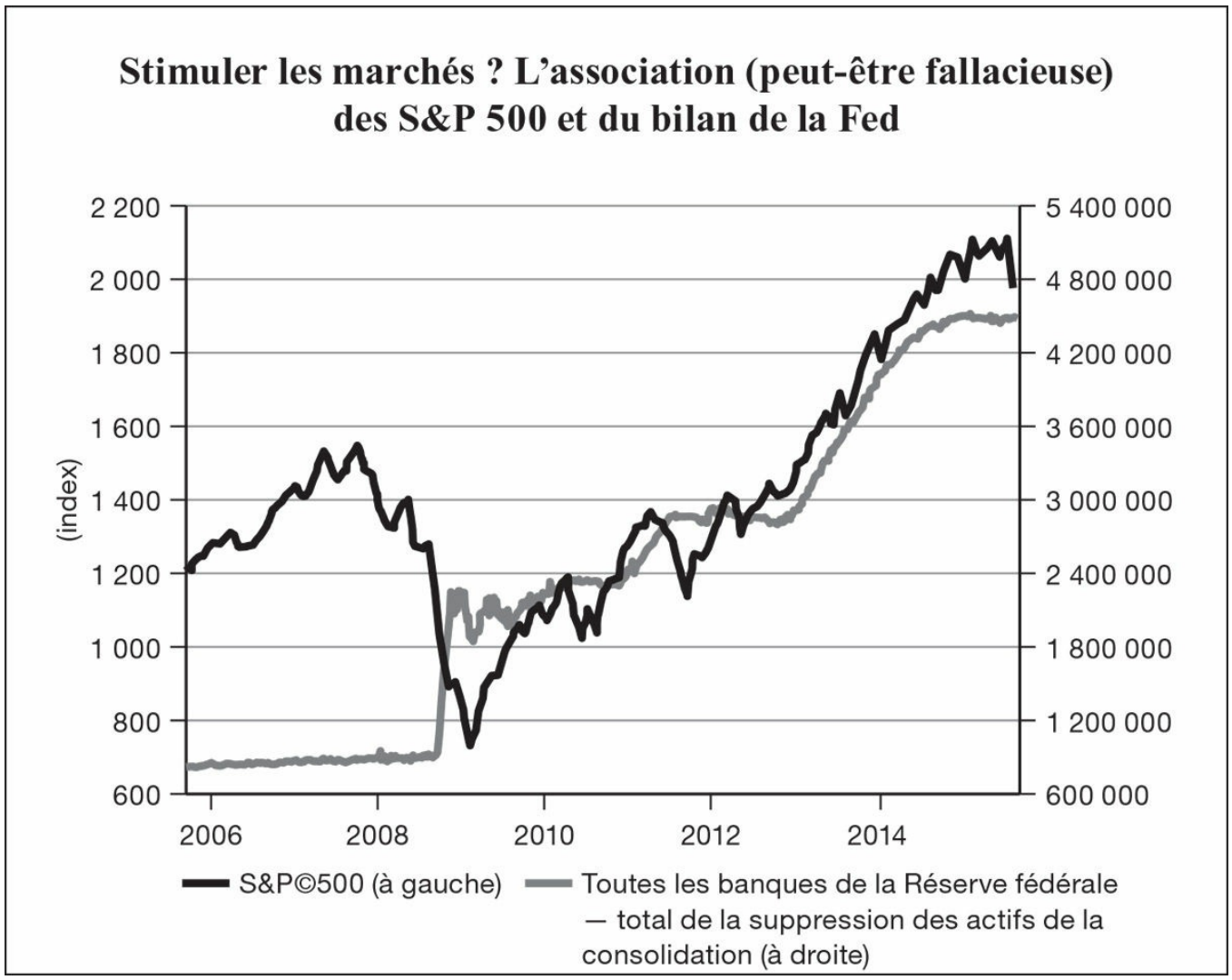
de revenir aux certitudes de la grande modération.

I

Aux États-Unis et à l'étranger, la politique de la Fed en faveur des faibles taux d'intérêt crée un climat d'investissement surchauffé. Avec son programme d'achat d'obligations, qui fait grimper le cours obligataire et baisser les rendements, la Fed encourage les investisseurs à se désengager au profit d'actifs présentant des risques et des rendements plus élevés. Dans quelle mesure cette impulsion explique-t-elle le boom du marché boursier ? C'est sujet à débat. Selon les données économétriques, la première phase de l'assouplissement quantitatif est le facteur qui contribue le plus au redressement des marchés boursiers en 2009[2]. Mais pour le partisan moyen de Wall Street, l'association visuelle du bilan de la Fed et du pic de l'indice S & P 500 est largement suffisante. « Tout est lié à la politique monétaire, explique au *Financial Times* un expert en stratégie de Citigroup. Ce ne sont pas les facteurs économiques sous-jacents qui mènent la danse, mais les liquidités de la banque centrale[3]. » En 2008, la Fed est intervenue pour empêcher que le marché n'implose. Elle a injecté des milliers de milliards de dollars dans le système financier. Quelques années plus tard, les marchés boivent la moindre de ses paroles.

Les investisseurs cherchent des rendements plus élevés dans les actions cotées en Bourse aux États-Unis, mais pas seulement. Les dollars sont bon marché pour tout le monde. Tout investisseur prêt à miser sur les fluctuations des taux de change peut emprunter des dollars à bas coût et investir sur les marchés émergents, qui offrent ces excellents rendements. En supposant que la valeur du dollar n'augmente pas fortement avant l'échéance de la dette, l'opération de portage sera rentable[4]. Au milieu de l'année 2015, les États et les entreprises en dehors des États-Unis accumulent jusqu'à 9 800 milliards de dollars de dettes libellées en dollars[5]. L'essentiel de cette somme bénéficie aux économies riches du monde développé. Néanmoins, 3 300 milliards de dollars sont dus par des emprunteurs

institutionnels et privés sur les marchés émergents. Pour l'investisseur en quête de bons rendements, plus les titres sont exotiques, mieux c'est. En septembre 2012, la Zambie émet sa première obligation en dollars. Avec un intérêt annuel modeste de 5,6 %, une émission de 750 millions de dollars attire plus de 11 milliards de dollars d'offres [6]. Un an plus tard, au Mozambique, une entreprise de pêche au thon soutenue par l'État lève 850 millions de dollars. Au total, les emprunteurs souverains d'Afrique engrangent 17 milliards de dollars de financement obligataire en 2012 et 2013[7]. En mai 2013, le boom atteint son pic quand Petrobras, société pétrolière d'État brésilienne, émet 11 milliards de dollars d'obligations à dix ans. À cette date, c'est la plus grande émission obligataire lancée par une entreprise sur un marché émergent. La demande est telle que le rendement de l'émission de Petrobras est réduit à 4,35 %, un chiffre inférieur à de nombreux emprunteurs souverains[8].



Source : Federal Reserve Economic Database (FRED).

Cet intérêt mondial pour la dette des marchés émergents est enthousiasmant du point de vue des emprunteurs, mais ils s'exposent aussi à des risques considérables. Des fonds d'une ampleur colossale, dont les gestionnaires sont de vrais rapaces, se multiplient sur des marchés saturés. Comme le note le FMI, étant donné que les 500 principales sociétés de gestion d'actifs comptent un portefeuille de plus de 70 000 milliards de dollars, une réaffectation de 1 % correspond à un retrait ou à un ajout de 700 milliards de dollars dans telle ou telle catégorie d'actif. C'est suffisant pour inonder ou affamer les marchés émergents. Le retrait de capitaux qui a suscité la panique en 2008 à la périphérie de l'économie mondiale ne correspondait qu'à 246 milliards de dollars. L'afflux inédit de fonds qui transforme

les perspectives de ces économies en 2012 atteint 368 milliards de dollars[9]. Cette disproportion est un risque pour les emprunteurs, mais potentiellement, c'est aussi une mauvaise nouvelle pour les investisseurs. En cas de vague brutale de retraits, la taille modeste des marchés émergents amplifierait l'effet de ruée[10]. Si la Fed inversait sa politique et que l'argent affluait de nouveau vers les États-Unis, qui vendrait en premier ? Qui s'en sortirait sans pertes fatales ?

Selon les données de la Banque des règlements internationaux, les fonds gérés par des professionnels investissent non plus 900 milliards de dollars mais 1 400 milliards de dollars sur les marchés boursiers et obligataires émergents entre 2008 et 2014[11]. Par rapport aux montants qui atteignent des dizaines de milliers de milliards de dollars à l'échelle mondiale, ces chiffres ne sont pas faramineux. Ces sommes sont pourtant comparables au volume de *subprimes* qui a fait des ravages en 2007 et 2008, et à la dette de la Grèce, de l'Espagne et de l'Irlande, qui a déstabilisé la zone euro de 2010 à 2012. Après les *subprimes* et la dette souveraine dans la zone euro, les marchés émergents risquent-ils de devenir le nouvel opus de la « trilogie » des crises de la dette[12] ?

Ce n'est pas pour rien que les responsables de la finance sur les marchés émergents en plein essor, notamment le Brésil, se plaignent de l'afflux de capitaux spéculatifs en provenance des États-Unis. Lors du G20 organisé à Séoul en novembre 2010, ces pays étrillent Ben Bernanke pour avoir adopté la deuxième phase de l'assouplissement quantitatif, faisant ainsi chuter les taux d'intérêt aux États-Unis et le cours du dollar. En 2013, de nombreux marchés émergents ont abandonné la guerre des mots et préfèrent contrôler les mouvements de capitaux. Le Brésil, la Corée du Sud, la Thaïlande et l'Indonésie prennent tous des mesures pour ralentir l'afflux de fonds et limiter la valorisation à la hausse de leur monnaie. Quinze ans plus tôt, à l'âge d'or du « consensus de Washington », ces décisions auraient été jugées inadmissibles. Restreindre les mouvements de capitaux

à l'international était contraire à l'essence même de la politique de libéralisation des années 1970 et 1980. Mais les défenseurs de la révolution de marché n'ont pas su prédire les crises des marchés émergents dans les années 1990, pas plus que l'envergure que prend l'assouplissement quantitatif. Face aux volumes colossaux que brasse le cycle du crédit à l'échelle mondiale, dopé par les retombées des mesures lancées par la Fed pour lutter contre la crise, les contrôles appliqués aux afflux de capitaux sont acceptés à contrecœur et vus comme un impératif pragmatique, y compris par le FMI[13]. « C'est comme si le Vatican donnait sa bénédiction à la contraception », note *The Economist*[14].

II

En ce qui concerne les marchés, tout dépend du moment et de la méthode choisis par la Fed pour changer de cap. En septembre 2012, quand Ben Bernanke lance la troisième phase d'assouplissement quantitatif qui inonde le monde de liquidités en dollars, il soumet cette mesure à une condition : la santé du marché de l'emploi aux États-Unis. Il promet que les taux d'intérêt resteront extrêmement bas jusqu'à ce que le taux de chômage soit inférieur à 6,5 %. Au printemps 2013, quand l'économie américaine commence à s'approcher de cet objectif, la Fed fournit quelques indices. Elle laisse entendre qu'elle envisagera sous peu de ralentir le rythme des achats d'actifs. C'est un numéro d'équilibriste. La Fed veut éviter un « sevrage » trop brutal. Le marché du travail n'est pas encore au meilleur de sa forme. La reprise poussive qui inquiète Larry Summers ne supportera peut-être pas un pic soudain des taux d'intérêt. Pour les investisseurs, au contraire, il est crucial d'avoir une longueur d'avance. S'ils savent que la Fed est sur le point de relever les taux, entraînant ainsi une chute du cours obligataire, ils voudront être les premiers à vendre. Naturellement, personne ne sait avec certitude si la Fed entreprendra le sevrage ou quand, précisément. Ainsi, vendre est une autre bonne raison de tester la détermination de la Fed. Richard Fisher, président de la Fed de Dallas et ancien gestionnaire de fonds spéculatif, l'explique au *Financial Times* avec le franc-parler qui le caractérise : « Les marchés aiment faire des expériences… Nous n'avons pas oublié ce qui s'est passé à la Banque d'Angleterre [quand George Soros a sorti la livre du mécanisme de change européen en septembre 1992]. Je ne pense pas que quiconque puisse casser la Fed… mais je pense que les détenteurs de "gros sous" fonctionnent un peu comme les sangliers : s'ils détectent une faiblesse ou une mauvaise odeur, ils attaquent[15]. » Pour Richard Fisher, au vu de cet instinct de meute, il est « logique » que la Fed « avance l'idée que l'assouplissement quantitatif ne soit

pas une voie à sens unique ». Mais étant donné les répercussions probables d'une forte hausse des taux sur la reprise fragile, Richard Fisher ne s'attend pas à ce que Ben Bernanke coupe le robinet du jour au lendemain. Les sangliers doivent faire attention à ne pas aller plus vite que la musique.

Le 22 mai 2013, Ben Bernanke fait le grand saut. « Si les améliorations se poursuivent, déclare-t-il au Congrès, et si nous les jugeons durables, nous pourrons donc, lors d'une prochaine réunion, ralentir le rythme des achats[16]. » Les marchés font un bond. Puis, à 14 h 15, le 19 juin, Ben Bernanke fait une annonce plus précise. Sous réserve d'indicateurs économiques au vert, le FOMC votera en septembre 2013 sur le ralentissement de ses achats obligataires mensuels, pour ainsi les faire passer de 85 à 65 milliards de dollars. Un arrêt complet du programme d'achat d'obligations est envisagé pour le milieu de l'année 2014. Malgré des semaines de préparatifs, cet avis de sevrage annoncé par le patron de la Fed provoque beaucoup d'agitation et d'angoisses. En quelques secondes, les rendements passent de 2,17 % à 2,3 %. Deux jours plus tard, ils sont de 2,55 %, puis atteignent le pic de 2,66 %. Ce sont de petits changements dans l'absolu, mais ils représentent une hausse du coût des intérêts qui frôle 25 % et inflige des pertes en capitaux tout aussi importantes aux détenteurs d'obligations. Les marchés boursiers des États-Unis font preuve de solidarité et perdent 4,3 % en quelques jours.

Sur les marchés émergents, l'annonce faite par Ben Bernanke le 22 mai suffit à déclencher une réaction brutale. Si la Fed limite les achats, que le cours obligataire commence à baisser et que les rendements augmentent petit à petit, les marchés émergents seront soumis à une double pression. Non seulement leurs taux devront être ajustés au moins d'autant qu'aux États-Unis, mais ils subiront une amplification liée au taux de change. Comme l'explique *The Economist*, une « réserve de dettes en dollars est l'équivalent d'une position à découvert », c'est-à-dire une position spéculative supposant que le taux de change du

dollar reste stable ou baisse[17]. Une hausse du taux directeur de la Fed indique non seulement un coût plus élevé de l'emprunt, mais aussi une hausse du dollar, selon toute probabilité. Les emprunteurs ayant pris des risques sur les marchés émergents fuiront pour réduire leur exposition en dollars, amplifiant ainsi l'ajustement monétaire et la pression exercée sur les autres emprunteurs en dollars. Dès le printemps 2013, quand les marchés commencent à s'inquiéter des prochaines décisions de Ben Bernanke, les marchés émergents ressentent cette pression. Pour eux, la période faste est terminée. Les taux de change de cinq pays émergents que Morgan Stanley surnomme les « *Fragile Five* » – la Turquie, le Brésil, l'Inde, l'Afrique du Sud et l'Indonésie – chutent radicalement. Les investisseurs occidentaux se désengagent[18]. Les taux d'intérêt augmentent pour contrer l'effet d'« aspirateur » de la politique appliquée par la Fed[19]. Les mesures mises en place pour contrôler les mouvements de capitaux n'empêchent pas les capitaux étrangers de fuir, mais elles limitent l'ampleur des dégâts. « Nous savions que ce jour arriverait et nous étions préparés », note un responsable de la banque centrale au Brésil[20].

Impassibles, les observateurs américains notent que le cycle mondial du crédit n'est pas une fatalité[21]. Les pays ayant laissé la valeur de leur monnaie augmenter ont connu un afflux de capitaux plus modeste. Et l'inversion du cycle du crédit n'a pas déclenché une fuite des capitaux au même rythme partout. Sur les marchés émergents, les pays les plus durement touchés sont ceux dont la situation financière est la moins saine. Certes, tout le monde est amené à souffrir du durcissement de la politique de la Fed, mais ceux qui n'ont pas assaini leur budget ne peuvent s'en prendre qu'à eux-mêmes[22]. Il y a une logique morale à ce message, qui a l'avantage de libérer les États-Unis de toute responsabilité : il incombe aux marchés émergents de se prendre en charge. Néanmoins, cette hypothèse ne se vérifie pas dans les faits. Les grands perdants, parmi les pays émergents, sont souvent ceux qui ont attiré le plus de capitaux étrangers et dont

la situation financière était la plus saine[23]. Quoi qu'il en soit, les vérités énoncées par les Américains sur la discipline budgétaire arrivent un peu tard pour les pays confrontés à une crise des financements. Certains se mettent au travail. Raghuram Rajan, critique de la période euphorique sur les marchés financiers et ancien économiste principal au FMI, fait désormais ses preuves au poste de gouverneur à la banque centrale de l'Inde : il relève les taux et stabilise la roupie[24]. Mais le sevrage teste la résistance politique aussi bien que financière. Tous les gouvernements ne réagissent pas de la même manière à une pression extérieure aussi intense.

En mai 2013, la rumeur laisse entendre une fin de l'assouplissement quantitatif et suffit à ébranler la monnaie turque. À ce moment, le président Erdogan est occupé par une crise nationale, car des affrontements ont lieu entre des manifestants et la police antiémeute dans le parc Gezi, à Istanbul[25]. Erdogan n'a aucun doute sur l'interprétation de cette coïncidence. Selon lui, ce n'est justement pas une coïncidence. Les pressions politiques internes et les pressions financières externes que subit son gouvernement font partie d'un « complot mis en œuvre par des forces étrangères indéfinies, des banquiers et des organes de presse internationaux et locaux » dans le but d'obtenir un changement de régime[26]. Pour Erdogan, cette pression est infligée à tous les pays qui osent revendiquer une place sur la scène internationale – des pays tels que le Brésil et la Turquie. « Les symboles sont les mêmes, les posters sont les mêmes, Twitter et Facebook sont les mêmes, les médias internationaux sont les mêmes. Tout part du même centre… pour jouer le même jeu, tendre le même piège, concrétiser le même objectif. » Les maîtres des réseaux sociaux dans la Silicon Valley, les défenseurs du progressisme au ministère américain des Affaires étrangères et à la Fed sont tous de mèche. Dans un discours incendiaire, il dénonce les liens entre les banques turques privées, les groupes de capitaux internationaux et, selon au moins une source, Israël. « Qui sont les gagnants de ces trois

semaines de manifestations ? interroge Erdogan. Les groupes de pression ont gagné. Les ennemis de la Turquie ont gagné[27]. » Les experts étrangers ont beau maintenir que la Turquie doit simplement remettre sa situation économique en ordre, Erdogan a d'autres idées en tête. Exaspéré par l'incapacité de l'UE à poursuivre les négociations en vue de l'adhésion de la Turquie, mais aussi par le refus d'Obama d'intervenir en Syrie, il se tourne soudain vers Moscou. Ankara fait savoir que la Turquie serait ravie d'intégrer l'Organisation de coopération économique fondée par la Russie et la Chine à Shanghai[28]. Par rapport aux caprices de l'Occident, l'axe formé par la Russie et la Chine semble promettre une certaine stabilité.

A u G20 organisé à Saint-Pétersbourg les 5 et 6 septembre 2013, alors que le monde attend l'issue du vote du FOMC, le ton est plus modéré que celui d'Ankara, mais le message n'en est pas moins ferme. La Fed doit reconnaître que tous les pays, y compris les États-Unis, vivent dans un « monde interdépendant ». Les ministres des Finances du Brésil et de l'Indonésie exigent que Ben Bernanke soit plus clair. La Chine, qui court des risques aux États-Unis non seulement sur le plan commercial mais aussi à cause des quantités colossales d'obligations qu'elle détient, n'est pas moins virulente. Comme l'explique un porte-parole du gouvernement chinois : « Étant donné que la politique monétaire américaine a une influence radicale sur les marchés émergents et l'économie mondiale, nous espérons que les responsables américains de la politique monétaire, qu'ils interrompent ou ralentissent les mesures de relance, tiendront compte non seulement des besoins économiques des États-Unis, mais aussi du contexte économique sur les marchés émergents[29]. » Parmi les porte-parole de ces pays émergents, Raghuram Rajan est celui qui est le plus connu aux États-Unis. Pendant la crise de 2008, rappelle-t-il aux Américains, les marchés émergents ont lancé « des programmes monumentaux de relance budgétaire et monétaire » pour soutenir la croissance mondiale. Les pays industrialisés ne

peuvent pas « s'en laver les mains […] et déclarer qu'ils feront ce qui les arrange et les autres s'adapteront […]. Une meilleure coopération est nécessaire et malheureusement, elle tarde à venir[30]. »

« L'interdépendance » est l'une des panacées de la mondialisation. Et il est bien gentil d'appeler à un renforcement de la coopération, mais pourquoi la Fed devrait-elle écouter ces revendications ? En 2008, elle a injecté des liquidités dans toutes les économies de la planète. En 2013, elle fait de son mieux pour faire durer la reprise. En revanche, son mandat est national. Elle est chargée de l'économie américaine et non du monde entier. Du point de vue de la Fed, l'argument convaincant est celui du retour de bâton : c'est ce qui a mené à la grande opération des accords de crédit réciproque en 2008. Et c'est cet argument qu'avance Christine Lagarde, directrice générale du FMI, à l'automne 2013. Elle avertit Washington que les répercussions des grands chocs monétaires de la Fed « pourraient finir par frapper à la source », c'est-à-dire aux États-Unis[31]. Même si la Fed admet que les mégabanques européennes pourraient entraîner l'effondrement du château de cartes, il est difficile d'en dire autant pour les marchés émergents. En se penchant sur les chiffres, personne ne peut décemment faire valoir que les cycles économiques en Indonésie ou en Inde ont autant d'influence sur la stabilité financière des États-Unis [32]. L'interdépendance de l'ère mondialisée est omniprésente, mais elle est très loin d'être symétrique. Certains accusent les coups et d'autres les distribuent.

À ce moment, les insurgés du Parti républicain sont en passe de couper les vivres aux instances fédérales et ils voient le budget du FMI comme un otage potentiel. Pour cette raison, si la Fed avait reconnu que sa politique était influencée par la situation économique en Indonésie, elle en aurait subi les conséquences sur le plan politique. Au contraire, les protestations des marchés émergents permettent à la Fed de vanter gaillardement le patriotisme américain. En août 2013, Dennis Lockhart,

président de la Fed d'Atlanta, rassure le pays sur Bloomberg TV : « Il faut se souvenir que nous avons été créés par le Congrès et que notre mandat se limite aux intérêts des États-Unis. […] Les autres pays doivent simplement admettre cette réalité et s'ajuster à nous, si leur économie en dépend. » James Bullard, de la Fed de Saint Louis, est du même avis : « Notre stratégie ne sera pas uniquement fondée sur l'instabilité des marchés émergents[33]. »

III

Puis, le 18 septembre, la Fed annonce enfin sa décision. Le FOMC met un terme au suspense qui règne depuis le mois de mai et déclare que les taux resteront inchangés. La Fed continuera à acheter des obligations au même rythme, en attendant « davantage de données montrant que les avancées seront durables[34] ». Le sevrage, une perspective qui rendait les marchés fébriles depuis mai, est annulé.

La décision de ne rien changer suscite une frénésie d'analyses, non pas sur la probabilité d'un sevrage, mais sur les raisons de l'inaction. Les colombes qui siègent au conseil d'administration de la Fed résistent-elles à un choc des taux d'intérêt ? Ben Bernanke s'est-il dégonflé ? Repousse-t-il le problème à plus tard pour que son successeur s'en charge[35] ? Ou la Fed a-t-elle une stratégie cohérente, mais aucun talent pour les prévisions ? Entre le printemps 2013, période à laquelle le sevrage est envisagé, et le mois de septembre, quand il est retardé, les prévisions de croissance économique sont radicalement revues à la baisse par la Fed[36]. Si la reprise économique est moins solide que prévu, la Fed conservera sa réputation d'instance cohérente, mais la confiance accordée à ses prévisions sera mise à mal et la révision à la baisse des attentes sera mise en lumière. À moins que la Fed ne soit ni lâche ni mauvaise prévisionniste ? Joue-t-elle un subtil jeu tactique ? Si elle tient à ce que l'économie américaine termine sa lente reprise sans interruption due à une hausse prématurée et brutale des taux, elle doit savoir que les marchés obligataires réagiront violemment à une baisse des mesures incitatives monétaires. En juin 2013, l'agitation suscitée par l'annonce d'un sevrage graduel ne fait aucun doute. Les marchés sont impatients. Les investisseurs durciront les conditions de crédit au moindre mouvement envisagé par la Fed. Si la Fed pense qu'une démarche progressive est nécessaire, alors après les premières annonces de sevrage en mai et juin, il lui faut choquer les marchés une troisième fois, mais en

faisant savoir, au contraire, qu'un sevrage strict est imminent et que ce n'est pas un pari à sens unique[37].

Il y a donc quatre interprétations : manœuvres politiques de la Fed, faiblesse de la Fed, prévisions erronées de la Fed, jeux tactiques de la Fed. Laquelle est la bonne ? Comment les marchés sont-ils censés savoir, sans le savoir, comment réagir ? Étant donné les hésitations de la banque centrale américaine, on aurait pu s'attendre à ce que les « anges gardiens du marché obligataire » montent au créneau. Les investisseurs les plus radicaux nourrissent une profonde hostilité à l'égard de Ben Bernanke. En octobre 2013, Larry Fink, P-DG de BlackRock (numéro un des gestionnaires d'actifs), accuse la Fed d'encourager sur les marchés une conjoncture « ressemblant à une bulle[38] ». Son directeur des investissements chargé des revenus fixes se plaint que des « déformations phénoménales » s'accumulent en matière de taux d'intérêt[39]. Mais cet avis ne fait pas pour autant l'unanimité. Bill Gross, chez Allianz-PIMCO, fait valoir que les investisseurs doivent accepter l'inévitable. Si l'objectif de la Fed est de créer les conditions d'une sortie progressive de la bulle géante de dette datant des années fastes – ce que Ray Dalio, qui travaille pour le fonds spéculatif Bridgewater, appelle « une magnifique inversion de l'effet de levier » – les investisseurs obligataires devront accepter que cette stratégie soit mise en œuvre à leurs dépens[40]. Ils doivent abandonner l'idée d'une hausse imminente des taux. « Actuellement, le marché (et les prévisions de la Fed) prévoit que les fonds fédéraux soient 1 % plus élevés à la fin 2015 puis 1 % supplémentaire en décembre 2016. Misez contre ces hypothèses. […] En misant sur un taux directeur plus bas qu'actuellement, un investisseur obligataire peut s'attendre à une certaine quiétude pastorale ces prochaines années, comme une vache au pré, si j'ose dire. Ça n'a rien de palpitant, mais bon, ça permet de boucler les fins de mois. […] mère Nature ou mère Marché se fichent bien de vos pertes ou de vos espoirs de toucher un rendement à deux chiffres grâce à un portefeuille associant des actions et

des obligations dont le prix est beaucoup plus bas. Soyez une vache contente et non une vache vorace, et paissez sagement en ayant la certitude grandissante que la Fed et ses conseils avisés constituent votre meilleure chance de survie[41]. »

Des milliers de milliards de dollars sont en jeu et les marchés tentent fébrilement de deviner les intentions de la Fed : dans cette conjoncture, le tableau pastoral de Bill Gross ne se résume-t-il pas à des vœux pieux ? Pour le *Financial Times*, les relations entre les marchés et la Fed ne ressemblent pas à un troupeau paisible, mais plutôt au psychodrame tordu d'un mariage en crise. Même si certains investisseurs suivent les conseils de Bill Gross et « se persuadent que les banques centrales [les] aiment », ce refrain cache de profondes tensions et incertitudes. Au cours des cinq années précédentes, sous l'influence d'une relance colossale de la Fed, les stratégies des investisseurs ont fini par toutes se ressembler et ils finissent par douter d'eux-mêmes, les uns des autres et de la banque centrale : « À quoi vous pensez ? Qu'est-ce que vous ressentez ? Qu'est-ce qu'on s'est infligé ? Qu'est-ce qu'on va faire ? – autant de questions applicables à un décideur inquiet aussi bien qu'à un époux anxieux. [...] Toute cette affaire ressemble à un mariage construit sur des fondations bancales[42]. » À tout moment, l'équilibre risque d'être rompu par une évolution de la stratégie ou une saute d'humeur des marchés. Les conséquences pour l'économie mondiale dans son ensemble seraient « extrêmement imprévisibles[43] ».

IV

« **Je me persuaderai que la Fed m'aime** » est aussi une prescription que doivent suivre les responsables de banque centrale à l'étranger. La décision de ne pas mettre fin à la troisième phase de l'assouplissement quantitatif relâche la pression sur les marchés émergents. La roupie indienne, la plus durement touchée par l'agitation que suscitent les annonces de sevrage, passe de 68 pour un dollar à 61,9 pour un dollar au début du mois d'octobre[44]. La monnaie indonésienne cesse de chuter vertigineusement. C'est un soulagement. Mais Raghuram Rajan et ses confrères doivent croire que la Fed ne les oublie pas, même si le Congrès veille à ce que la Fed applique une politique exclusivement américaine et même si la Fed a pris sa décision en vantant son indifférence pour le reste du monde. Ce que la banque centrale américaine fait en coulisses est d'autant plus essentiel. Le 31 octobre 2013, quelques semaines après le délai accordé au sevrage et l'impasse budgétaire au Congrès, la Fed, la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada et la Banque nationale suisse font discrètement une déclaration conjointe :

Elles « annoncent ce jour la conversion de leurs actuels accords de *swap* bilatéraux temporaires en accords permanents, et ce jusqu'à nouvel avis. Ces accords constitueront un dispositif permanent d'échange de devises entre les six banques centrales, qui leur permettra d'approvisionner chaque zone monétaire en liquidités dans les cinq autres monnaies, si deux banques centrales ayant conclu un accord de *swap* bilatéral estiment que les conditions de marché l'exigent pour l'une de leurs monnaies. Les accords de *swap* bilatéraux temporaires ont contribué à apaiser les tensions sur les marchés financiers et à atténuer leurs effets sur l'évolution de l'économie. Les accords permanents serviront à leur tour d'instrument préventif pour la mise à disposition de liquidités[45] ».

Les accords de crédit réciproque, essentiels à la stabilisation

des marchés financiers mondiaux et déplafonnés en octobre 2008, sont ainsi pérennisés[46]. Comme en 2008, ce réseau a ses limites. Aucun des marchés émergents les plus fragiles n'est inclus au cercle restreint du réseau de la Fed, mais ils ne pas non plus laissés sur la touche. Des sous-réseaux régionaux commencent à prendre forme. Ils sont inégaux. Il n'y a rien de spécial à signaler parmi les principales banques centrales d'Europe, mais celles d'Asie sont plus actives. En septembre 2013, alors que le suspense entretenu par la Fed atteint des sommets, l'Inde négocie une révision à la hausse de son accord de *swap* avec le Japon, qui passe ainsi de 10 milliards de dollars à 50 milliards de dollars. En décembre, le Japon double les facilités de crédits réciproques qu'elle propose à l'Indonésie et aux Philippines, et annonce la négociation d'accords semblables avec Singapour, la Thaïlande et la Malaisie[47]. Les réserves colossales d'actifs en dollars détenues par le Japon, uniquement devancées par celles de la Chine, lui permettent de faire ce type de propositions. Et en cas de crise, la Banque du Japon pourra toujours faire appel à la Fed. Ainsi, les liquidités en dollars bénéficieront à l'ensemble du système.

En 2013 comme en 2008 et 2009, le grand public revendique la nécessité d'un nouvel ordre monétaire et d'un « monde désaméricanisé », ce qui fait oublier qu'un nouveau réseau puissant d'injections de liquidités est mis en place dans toutes les régions de l'économie mondiale. Les lignes de *swap* sont reléguées aux pages intérieures du *Financial Times* et du *Wall Street Journal*[48]. Pas de fanfare, pas de nouvelle conférence de Bretton Woods. Pas de validation du Congrès ou des parlements. Ce sont des mesures administratives, mais leur portée est bien plus vaste. Cinq ans après la crise, alors que les marchés restent instables et que le système politique américain est en proie aux dissensions, le système mondial reposant sur le dollar a une nouvelle assise d'une étendue inédite.

L'efficacité des crédits réciproques sur le plan technique ne suscite pas de réel doute. Leur légitimité politique est une autre

affaire. Et à l'automne 2013, on ne peut s'empêcher de penser à un autre dispositif technique incarnant la puissance américaine, révélé un peu plus tôt cette année-là : le réseau de surveillance électronique de la NSA[49]. Mis au jour par Edward Snowden au début du mois de juin, il est aussi axé sur la puissance américaine et les moyens technologiques. La NSA n'est pas non plus un monolithe exclusivement américain. Comme la Fed, elle travaille avec des organismes locaux. Elle aussi promet une protection intégrale aux États-Unis et à ses alliés. Naturellement, l'espionnage et les échanges de monnaie ne sont pas équivalents. Ils ont pourtant des points communs : leur pouvoir fonctionnel et leur efficacité administrative ne sont aucunement accompagnés de ce qui pourrait ressembler de près ou de loin à une autorisation politique transparente. Ils témoignent, parallèlement, de la puissance mondiale des États-Unis et de la difficulté à justifier cette puissance auprès du grand public, que ce soit aux États-Unis ou dans les pays dont les gouvernements et les entreprises sont mêlés au réseau américain.

Chapitre 21

« QUE L'UE AILLE SE FAIRE F... » : LA CRISE UKRAINIENNE

Avant 2008, on s'attendait à ce que le catalyseur de la crise soit l'équilibre de la terreur financière entre les États-Unis et la Chine. Une formidable inversion du déséquilibre mondial, centrée sur la Chine et l'Amérique, avec pour moteur les graves déséquilibres intérieurs de chacun des deux, finirait par faire trembler la puissance américaine sur ses bases. Du moins le redoutait-on. En 2008, l'expansion de l'UE et de l'OTAN face à l'hostilité de la Russie a ajouté un risque supplémentaire. La Géorgie et la Russie se sont affrontées, et Moscou a approché Pékin afin de lancer une attaque conjointe sur les fragiles finances de l'Amérique. Pékin a préféré s'abstenir. Il n'y a pas eu de grande braderie du dollar. La crise a alors emprunté un cap géoéconomique aussi inattendu qu'innovant. Les dispositifs d'échanges de devises de la Fed ont stabilisé le système financier basé sur le dollar. En novembre 2008, grâce à la création du G20, la planète s'est dotée d'un nouveau forum des responsables internationaux, ce qui a joué un rôle non négligeable quand il s'est agi de justifier une expansion considérable des ressources du FMI en 2009. Le FMI s'en est trouvé ainsi renforcé alors qu'il s'engageait de toute urgence en Europe de l'Est. Un an plus tard, il est d'ailleurs à noter que le FMI a investi également des centaines de milliards de dollars pour voler au secours de la zone euro. Dans le même temps, les États-Unis défendaient vigoureusement la mise en place d'un nouveau système de réglementation des banques à l'échelle mondiale, par le biais du Comité de Bâle, d'ordinaire plus lent à réagir.

En 2008 et 2009, Washington est parvenu à surmonter les défis géoéconomiques nés de la crise. Mais serait-il possible de

garder le cap ? En mai 2010, le gouvernement Obama et le FMI sont intervenus de façon décisive pour contraindre les Européens à renflouer pour la première fois la zone euro. Et c'est là que les choses ont commencé à se compliquer. Le tournant eut lieu en novembre 2010. Les démocrates perdirent le contrôle du Congrès. La reprise était si faible, et l'impasse fiscale si menaçante, que la Fed lança sa seconde et prudente vague d'assouplissement quantitatif. Mais elle se heurta à une violente opposition lors du sommet du G20 à Séoul. Toute fois, c'était une chose de se plaindre au G20. Mais quand il s'agissait de tenir la main aux Européens pour les aider à réchapper des quasi-désastres de 2011 et 2012, il était évident que seul le gouvernement Obama était capable de servir de contrepoids à l'Allemagne. Obama avait raison. Du moins en ce qui concernait l'Europe, les États-Unis restaient indispensables en tant qu'arbitre « intérieur extérieur ». Mais avec la stabilisation de l'Europe et le début du second mandat d'Obama, les questions de l'ère Bush se posèrent de nouveau[1]. L'Amérique devait-elle continuer à peser ainsi de tout son poids sur le monde ? Pouvait-elle se replier sans risque ? Était-ce une question de choix, ou le résultat de contraintes internes ou externes ? Et les États-Unis se replieraient-ils en bon ordre, en laissant derrière eux un monde stable, ou assisterait-on au contraire à une véritable déroute ?

I

Hillary Clinton, en tant que secrétaire d'État, animée de l'énergie et du sentiment, caractéristique des années 1990, d'avoir une mission à accomplir, se trouve dans le camp des partisans de l'action. À l'automne 2011, alors qu'il finalisait le retrait de l'Irak, le département d'État de Clinton s'était efforcé de reprendre la main. Sa nouvelle stratégie passait par une « réorientation vers l'Asie[2] ». En termes militaires, cela s'est traduit par le redéploiement d'un groupe de porte-avions dans le Pacifique. En termes économiques, l'accent a été mis sur le Partenariat transpacifique, les représentants du Trésor et du commerce américain ont fait pression sur le Canada et le Mexique afin qu'ils se joignent à Washington dans le cadre d'un traité exhaustif sur les échanges et les investissements avec les principales économies d'Asie, à l'exception de la Chine. Le but n'en était pas de prendre l'ascendant sur Pékin, encore moins de freiner son économie. Tout le monde avait trop à y gagner. L'objectif était d'établir un bloc assez fort pour contrebalancer la force croissante de la Chine. Comme l'a présenté sans aucun tact un des correspondants d'Hillary Clinton, c'était une « alliance visant de facto à endiguer la Chine[3] ».

En 1947, la logique d'endiguement avait été le ciment qui avait assuré la cohésion du puissant réseau d'alliances tissé par Washington en Europe occidentale et en Asie de l'Est. Un système d'alliance qui avait énormément contribué à étendre l'influence de l'Amérique. C'était sur ce principe que se fondaient les fervents internationalistes de gauche quand ils reprochaient aux États-Unis d'être toujours une force hégémonique[4]. Mais ce système exposait également Washington à des risques. Le concept de l'endiguement pouvait être appliqué de différentes façons, lesquelles dépendaient autant des alliés de l'Amérique que de toute décision de la Maison-Blanche. Les alliés avaient leurs propres priorités politiques et leurs propres problèmes économiques. Des intérêts encore accentués par leur implication

dans la sphère de l'Amérique, que ce soit par la politique financière, commerciale ou militaire. Du point de vue de Pékin, la réorientation vers l'Asie s'était parée d'une coloration nettement plus sombre en décembre 2012, avec l'élection du nationaliste Shinzo Abe au poste de Premier ministre du Japon. La puissance chinoise inquiétait considérablement Abe. Il s'est montré ouvertement en faveur d'une armée japonaise plus incisive et plus indépendante. Et il était aussi disposé à sacrifier ses intérêts économiques nationaux au nom d'une coopération stratégique avec les États-Unis. Il était même prêt à sacrifier les riziculteurs japonais pour faire de son pays un pilier du TPP [5]. S'il en était là, que serait-il encore capable de faire ? En 2014, la rumeur de menaces de guerre entre le Japon et la Chine se met à enfler.

Une chose est sûre, il avait été bien trop facile d'attirer la Corée du Sud, l'Australie, le Japon et le Vietnam dans l'alliance géoéconomique américaine. Tous avaient évidemment intérêt à contenir la Chine. Mais le nouvel engagement de Washington en Asie risquait également de crisper les divers camps et de provoquer des affrontements régionaux, ce qui n'était pas dans l'intérêt de l'Amérique. Ce n'était pas le cas des Européens, mais en même temps, leur implication dans le projet d'endiguement de la Chine était forcément moins fiable. Le commerce et les investissements chinois exerçaient un fort pouvoir d'attraction sur l'UE. L'Allemagne souhaitait vendre des voitures et des équipements d'ingénierie. Quand elles en avaient assez des batailles incessantes au sein de la zone euro, les élites allemandes se laissaient aller à fantasmer sur un avenir mondial en partenariat avec Pékin [6]. À Londres, la City cherchait à occuper une position privilégiée dans l'internationalisation du RMB [7]. De fait, les Américains n'étaient pas les seuls à adopter une stratégie d'expansion géoéconomique.

En octobre 2013, en route pour le sommet de l'APEC à Bali, le président Xi Jinping propose la mise en place d'une nouvelle banque d'investissement. C'est une audacieuse initiative

multilatérale visant à moderniser les infrastructures en Asie. Tout le monde est invité à s'y joindre. Un projet digne des Américains, qui a le don de déplaire à Washington. Le gouvernement Obama fait savoir qu'il n'approuve pas l'initiative chinoise, et la Corée du Sud, le Japon et l'Australie sont prompts à lui emboîter le pas [8]. Mais le Royaume-Uni, qui fait tout son possible pour courtiser les entreprises chinoises, accepte l'offre de Pékin de devenir un des membres fondateurs de la Banque asiatique d'investissement pour les infrastructures [9]. Washington en est ulcéré [10]. Londres a pris sa décision sans consultation préalable, déclare un représentant du Département d'État. L'Amérique désapprouve la « tendance à des accommodations constantes avec la Chine, ce qui n'est pas la meilleure façon d'établir des relations avec une puissance émergente[11] ». Mais Londres n'écoute pas, pas plus que les autres Européens, qui ne tardent pas à se joindre au projet. Interrogé à propos de l'opposition américaine, un responsable britannique commente, sarcastique, que le gouvernement Obama devait avoir du mal à mener une politique économique internationale dans les conditions politiques du moment. Si le Congrès n'approuvait pas une infime augmentation du quota de la Chine au FMI, à quoi pouvait-on s'attendre dans le domaine du commerce et des investissements ? « Même s'ils le voulaient, ils n'obtiendraient pas l'approbation du Congrès pour rejoindre la BAII[12]. » Effectivement, à cause de la paralysie du Congrès, Obama ne peut venir assister au forum de l'APEC à Bali. Les problèmes de politique intérieure de l'Amérique commencent à déborder sur la capacité de Washington à mener une stratégie planétaire, et le monde, lui, n'a pas l'intention d'attendre.

Compte tenu des difficultés que connaissent manifestement les États-Unis, il aurait été avisé d'inverser la célèbre manœuvre de Kissinger dans les années 1970, et de chercher à établir des relations plus étroites avec la Russie afin de contenir la Chine. On ne sait pas si Washington a jamais été disposé à considérer sérieusement la Russie comme un partenaire

stratégique, au niveau même du Japon, ou de l'Arabie Saoudite[13]. En 2009, le gouvernement Obama avait bien décidé d'œuvrer à établir de meilleures relations. Medvedev étant alors président, l'idée d'une redéfinition de ces relations semblait prometteuse. Pour promouvoir ses projets de modernisation, Medvedev avait été invité à visiter la Silicon Valley en compagnie du gouverneur Schwarzenegger[14]. Les entreprises russes s'étaient jetées sur les possibilités que leur offrait un financement en dollars avantageux. En 2011, Medvedev ne s'était pas opposé à l'intervention de l'OTAN en Libye, ce qui a eu un effet contraire à Moscou. Poutine, qui attendait son heure au poste de Premier ministre, a été obsédé par les images de la fin horrible de Kadhafi. Ces mêmes puissances occidentales qui avaient outrageusement courtisé le dictateur libyen s'étaient retournées contre lui, avaient bombardé son armée et l'avaient abandonné à la foule en furie. Il était imprudent de leur faire confiance. La politique conciliante de Medvedev ne pouvait que les pousser à se montrer encore plus agressives. Il fallait que Poutine revienne aux commandes. Cette décision n'a été confirmée qu'après les vigoureuses manifestations qui ont agité Moscou durant l'hiver 2011-2012, contre les manipulations lors des législatives. Clinton n'a même pas caché qu'elle espérait ardemment un changement de régime. Au lieu d'une redéfinition des relations dans un climat de détente, Poutine est revenu à la présidence en 2012, armé d'une détermination nouvelle. S'opposant au libéralisme du gouvernement Obama, le Kremlin s'est paré des atours du nationalisme culturel conservateur. Les droits des homosexuels, les provocatrices féministes et les rations de yaourt grec destinées aux athlètes olympiques américains sont devenus autant d'armes dans le remake postmoderne de la guerre froide[15].

On était loin du jeu censé contrebalancer la puissance de la Chine auquel on aurait pu s'attendre. Tout comme ce ne sont pas les Américains qui ont déclenché la crise ouverte dans les relations entre la Russie et l'Ouest. Ce sont les alliés les plus

importants des États-Unis, les Européens. L'UE a prétendu par la suite s'être retrouvée entraînée comme un « somnambule » dans la crise ukrainienne. Ce qui allait de pair avec la candeur de l'UE, qui affirmait « ne pas faire de géopolitique[16] ». Cela s'appliquait peut-être à la naïveté de certains responsables à Bruxelles, mais ça a toujours sonné faux. Il serait plus juste de dire que les États-nations européens n'étaient pas d'accord quant à la géopolitique qu'ils pratiquaient par le biais de l'UE. Paris et Berlin adoraient la détente avec Moscou. Varsovie et Stockholm pas du tout. Avec le soutien actif de l'OTAN, les « nouveaux Européens » défendaient le Partenariat oriental de l'Europe avec les États de l'ex-URSS. À Varsovie et Riga, tout le monde savait que, tout comme le TPP, il s'agissait là d'une politique « d'endiguement de facto ». Du point de vue de la Pologne, la priorité était claire. Selon les termes du président Bronislaw Komorowski : « Plus jamais nous ne souhaitons avoir une frontière commune avec la Russie[17]. »

Le Partenariat oriental de l'UE utilisait comme instrument les Accords d'association. C'étaient des documents complexes visant à harmoniser les relations, libéraliser les échanges et le déplacement de la main-d'œuvre. L'accord avec l'Ukraine, lancé en 2012, a été salué comme le plus élaboré jamais mis en place avec un non-membre de l'Union. Il contenait 1 200 pages de détails techniques, répartis entre les vingt-huit sous-sections distinctes de l'acquis communautaire[18]. Les Accords d'association se concentrent principalement sur les réglementations commerciales et du travail, mais en termes de politique de sécurité, ils ne sont pas totalement innocents non plus. L'article 4 de l'Accord d'association avec l'Ukraine appelait à un « dialogue politique dans tous les domaines d'intérêt mutuel. […] Cela favorisera une convergence progressive sur les questions de politique étrangère et de sécurité, avec pour objectif une implication toujours plus importante de l'Ukraine dans la zone de sécurité européenne[19] ». À l'article 10, intitulé « Prévention des conflits, gestion des crises et coopération

militaire et technologique », l'Ukraine et l'UE devaient « explorer le potentiel d'une coopération militaire et technologique. Et l'Ukraine et l'Agence européenne de Défense (EAD) établiront des contacts étroits pour discuter de l'amélioration des capacités militaires, y compris dans le domaine technologique[20] ».

En 2013, les pourparlers avec l'Ukraine ont particulièrement bien avancé. Mais le Partenariat oriental de l'UE progresse sur un front plus vaste. Lors de la conférence au sommet de Vilnius, les 29 et 30 novembre 2013, Bruxelles dit espérer non seulement la conclusion de l'Accord d'association avec Kiev, mais aussi la mise en place d'accords avec la Moldavie, la Géorgie et l'Arménie. Et Bruxelles négocie également avec la Biélorussie[21]. Après avoir incorporé les pays Baltes et les anciens membres du pacte de Varsovie au début des années 2000, l'UE s'efforce maintenant d'approfondir et de transformer ses relations avec le reste de ce qui avait été autrefois l'ouest de l'Union soviétique. C'est indéniablement une réorientation considérable des relations internationales, d'autant plus importante qu'elle est en contradiction directe avec les ambitions de la Russie pour la région. Depuis 2011, Moscou développe son Union douanière pour en fait une Union économique eurasienne plus complète. Laquelle a clairement pour objectif de contrecarrer le Partenariat oriental. Les accords qu'elle propose sont beaucoup moins pesants et exhaustifs que ce qu'exige l'UE. Mais cela revient à s'engager dans une relation déséquilibrée avec la Russie, et l'union douanière prévoit entre autres la mise en place de barrières douanières communes. Ce qui est incompatible avec l'Accord d'association de l'UE.

Avec de la bonne volonté, on aurait sans doute pu parvenir à un compromis entre les Accords d'association et l'Union douanière eurasienne. Mais aucun des deux camps n'est d'humeur à dialoguer. À la difficulté de négocier une harmonisation technique et économique entre deux blocs économiques s'ajoute une tension géopolitique bien réelle, que Bruxelles le veuille ou non. Il faut faire un choix :

les gouvernements est-européens désirent-ils se tourner vers l'Ouest, ou vers l'Est ? Bruxelles fait savoir que le statut de membre de l'Union eurasienne de Poutine est incompatible avec l'Accord d'association de l'UE. Le président de la Commission européenne Barroso refuse l'invitation du Kremlin à des négociations entre les deux blocs[22]. Bruxelles n'accepte pas qu'il y ait une équivalence entre les deux. En l'absence de tout arrangement, Moscou informa l'Ukraine et l'Arménie que si elles continuent à se rapprocher de l'UE, elles devraient s'attendre à être visées par des sanctions russes. La ratification d'un Accord d'association serait une « décision suicidaire[23] ». Sous les termes anodins d'association, de coopération et de convergence, on imposait une pression géopolitique terrible à une région fragile, théâtre de graves tensions économiques et politiques.

II

Les pays de l'ancien espace soviétique ne se sont pas tous remis de la même façon du choc économique et politique de 2008. Sur le flanc nord, les pays Baltes continuent de faire route à l'Ouest. L'Estonie rejoint la zone euro le 1er janvier 2011. La Lettonie, le pays au cœur de la crise de 2009, adopte la monnaie unique le 1er janvier 2014, suivie un an plus tard par la Lituanie. Conformément aux conditions de leur accession en 2004, les autres pays de l'Est sont censés ne pas tarder à rejoindre le club. Mais toute avancée sur cette voie est brutalement stoppée par la crise de la zone euro. Le ministre polonais des Affaires étrangères Sikorski annonce en décembre 2011 qu'il espère que la Pologne adoptera l'euro vers 2016, mais seulement si l'union monétaire est réformée et qu'il est clair qu'une telle mesure est dans l'intérêt national de la Pologne[24]. Donald Tusk, en tant que Premier ministre, promet de lancer un débat national sur l'entrée dans la zone euro. Mais la principale formation d'opposition, le parti Droit et justice, riposte promptement en dénonçant toute nouvelle étape sur la voie de l'intégration européenne comme un « assujettissement à l'Allemagne[25] ».

En Pologne, les nationalistes se trouvent dans l'opposition. En Hongrie, ils sont au gouvernement. Lors des élections de 2010, le parti socialiste au pouvoir a payé le prix de sa gestion corrompue et malhonnête de la politique économique et du désastre financier de 2008. Promettant de protéger la nation hongroise et les retraités hongrois des déprédations du FMI, une coalition emmenée par le parti nationaliste Fidesz et les chrétiens-démocrates ont remporté 53 % des voix. Plus inquiétant encore, le mouvement Jobbik, qui flirte ouvertement avec le néofascisme, a réalisé un score de 17 %, si bien que le vote nationaliste représente au total 70 % des suffrages exprimés. Entre autres hérésies, le Fidesz refuse de séparer la question de la souveraineté nationale de celle de la dépendance financière. Faisant fi des protestations du FMI et de l'UE, il justifie ses taxes

sur les banques étrangères et son raid sur les fonds de pension privés au nom de la rude nécessité historique[26]. Au fil des vingt années qui s'étaient écoulées depuis qu'elle s'était libérée du joug soviétique, la Hongrie avait dû « faire l'amère expérience de la validité et la sagesse du vieil adage qui veut qu'une nation puisse être subjuguée de deux façons – par l'épée ou par la dette[27] ». Au moment où la Grèce se soumettait à la troïka, en avril 2010, le Premier ministre Orban se rebellait et lançait à l'occasion d'une conférence de presse : « Selon moi, ni le FMI ni les institutions financières de l'UE ne sont nos patrons. Nous ne leur sommes pas subordonnés. » La Hongrie était disposée à négocier, mais pas à accepter des « diktats[28] ».

Le nationalisme agressif d'Orban et la campagne du Fidesz visant à limiter les libertés civiques et le pluralisme politique représentent un retour en arrière par rapport à la libéralisation de la culture politique hongroise depuis la fin du communisme. Mais, à leur façon, l'austérité nationaliste et les mesures brutales prises par Orban pour accroître les revenus fonctionnent. L'inflation passe en dessous des 2 %. En décembre 2011, un accord est conclu avec les banques étrangères sur le partage de la restructuration de la dette des ménages. La Hongrie ayant satisfait au critère de 3 % de déficit budgétaire, l'UE lève les humiliantes procédures de déficit excessif qui pesaient sur le pays depuis son entrée dans l'Union. Dans le contexte du boom des marchés émergents, les prêteurs étrangers considèrent avec bienveillance l'expérience nationaliste d'Orban. Bénéficiant d'un financement confortable, la Hongrie, durant l'été 2013, rembourse le FMI et demande à l'institution de fermer sa représentation à Budapest[29]. Pour consolider sa position, au début de 2013, Orban s'embarque dans une nouvelle détente avec Moscou. Pour un nationaliste hongrois, une alliance avec la Russie n'avait absolument rien de naturel. Mais Orban est accueilli chaleureusement au Kremlin. Poutine salue son expérience de démocratie non libérale et lui offre un soutien matériel sous la forme de technologie nucléaire civile et de

livraisons de gaz subventionnées, lesquelles sont populaires auprès des électeurs du Fidesz[30].

Douillettement installée tant dans l'UE que dans l'OTAN, la Hongrie peut s'offrir le risque de faire jouer l'Est contre l'Ouest. Un minuscule pays candidat à une association avec l'UE, comme l'Arménie, menacée de sanctions par la Russie, n'est pas dans la même position. En septembre 2013, confronté aux menaces sans détours de Moscou, Erevan fait marche arrière. Elle déclare son intention de rejoindre l'Union douanière eurasienne de Poutine, et Bruxelles referme la porte sur tout accord d'association[31]. Du fait de ce revers de la politique est-européenne de l'UE, l'Ukraine devient particulièrement importante. Compte tenu de sa taille et de son importance géopolitique, ce serait l'attitude de Kiev qui déterminerait l'équilibre des influences dans la région. L'UE est convaincue de sa propre légitimité. Elle offre en dot l'État de droit et la prospérité. Ce qu'elle promet, c'est l'avenir. Ignorant le risque évident de la trop grande faiblesse économique de l'Ukraine, de sa trop grande fragilité politique et de sa trop grande exposition géopolitique, qui la rendent incapable de supporter les tensions entre la Russie et l'Occident, Bruxelles poursuit son projet.

Il est incontestable que l'Ukraine a besoin de changement. Même une fois effacées les pertes de 2008-2009, selon les chiffres officiels, le revenu moyen en 2013 est à peine supérieur à celui de 1989. Contrairement à ses voisins occidentaux, en Ukraine, la transition postcommuniste a engendré une génération de stagnation. Si une infime minorité s'est fabuleusement enrichie, le niveau de vie des populations les moins aisées n'est maintenu à un niveau tolérable que grâce à un système de retraites et de subventions énergétiques qui engloutit 17 % du PIB. En 2008, l e FMI avait apporté au pays une aide d'urgence. Mais le programme s'accompagnait d'exigences telles, dans le domaine des impôts et des allocations, qu'aucun gouvernement n'aurait pu espérer se maintenir au pouvoir. Lors de la présidentielle de 2010, la population, dans sa majorité, avait perdu ses illusions.

L'Ukraine était de plus en plus à la traîne, non seulement vis-à-vis de ses voisins occidentaux, mais aussi par rapport à la Russie de Poutine. Le président Iouchtchenko se retira purement et simplement de la compétition, laissant le Premier ministre Ioulia Timochenko seule face à Ianoukovitch, dont l'élection frauduleuse en 2004 avait déclenché la Révolution orange. L'électorat étant divisé entre Est et Ouest, en 2010, Ianoukovitch l'emporte de justesse, mais en toute légalité.

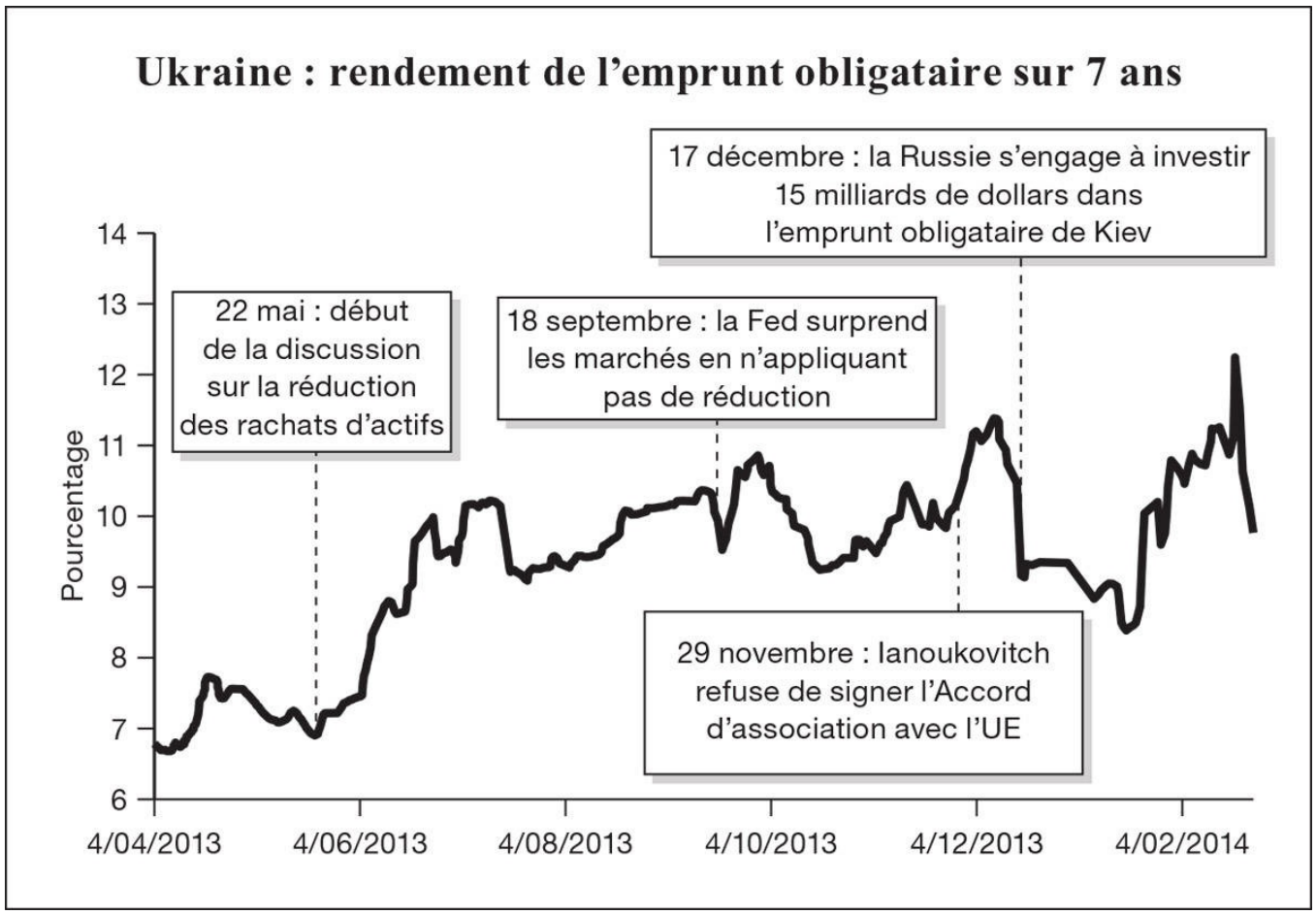
Ianoukovitch est un manipulateur corrompu qui s'efforce de jouer sur les deux tableaux entre l'Ouest et la Russie. Il récupère des fonds du FMI, continue à négocier avec l'UE[32]. Il fait emprisonner Timochenko pour corruption et se sert d'elle comme d'un pion. Dans le même temps, il fricote avec Poutine et son bloc eurasien. Si son clan s'enrichit, sa popularité dégringole et ses réserves en devises étrangères se tarissent. Il semble qu'il ait préparé ses forces de sécurité à intervenir à l'occasion de la présidentielle suivante, qu'il a peu de chances de remporter[33]. Mais l'élection de 2014 n'est pas la seule date butoir qui l'attendait. Dès 2013, les négociations avec l'UE et les Russes ont atteint un stade qui oblige Kiev à prendre une décision dont dépendrait, entre autres, le climat financier international, déjà changeant.

Jusqu'au printemps de 2013, sous l'impulsion de l'assouplissement quantitatif de la Fed, même l'Ukraine voit affluer les dollars. Le 10 avril 2013, Kiev refuse la dernière offre du FMI, qui propose d'aider à combler son monstrueux déficit courant, et choisit à la place de lancer un emprunt obligataire de 1,25 milliard d'eurodollars, sur lequel les marchés se jettent avidement, au taux relativement modeste de 7,5 %[34]. Puis les marchés sont touchés de plein fouet par les conséquences de la déclaration de Bernanke sur la réduction progressive des rachats d'actifs par la Fed. Les taux d'intérêt grimpent à 10 %. En quête d'autres sources de financement et d'enrichissement personnel, Ianoukovitch écume la planète en quête d'options. Il étudie le développement du gaz de schiste avec Shell et Chevron.

À l'automne 2013, il est sur le point de conclure un accord portant sur la location à la Chine de terres agricoles de première qualité, d'une énorme superficie, soit plus de 3,7 millions d'hectares – 5 % de la superficie totale du pays, 10 % de ses terres arables, un domaine de la taille de la Belgique. La Chine ne désire pas qu'un espace vital. Elle offre également d'injecter 10 milliards de dollars dans les installations portuaires en Crimée[35]. Mais ce sont les pourparlers avec l'UE qui sont décisifs. Ianoukovitch a fait une promesse à son peuple, il lui a promis l'Europe. Les médias officiels du pays décrivent l'Accord d'association comme un prélude à une intégration complète. L'UE ne laisse pas entendre que cette évolution est envisageable, mais cela ne suffit pas à dissiper les espoirs de la population. La presse occidentale dépeint le sommet de Vilnius tout à fait ouvertement comme l'apogée d'une « campagne de six ans pour attirer l'Ukraine vers une intégration dans l'UE et hors de l'orbite du Kremlin[36] ».

Pour la Russie, le danger est clair, et sa menace de sanctions ne peut qu'être prise au sérieux : 25 % des exportations ukrainiennes sont destinées à l'UE, mais 26 % partent vers la Russie, et une grande partie du reste vers des États de la CEI qui se trouvent sous la coupe de Poutine. Début septembre, Ianoukovitch en est encore à obliger les membres de son parti prorusse à accepter à reculons l'accord avec l'Ouest[37]. Ce qui n'est pas clair, en revanche, du moins jusqu'à ce que Kiev reçoive la lettre du FMI datée du 20 novembre 2013, c'est à quel point les conditions proposées par l'Occident seront peu alléchantes. Le FMI n'offre que 5 milliards de dollars à l'Ukraine, en précisant que sur cette somme, 3,7 milliards devraient servir à rembourser le prêt de 2008, qui arrive à échéance en 2014. À Kiev, personne n'avait de raison de s'attendre à un geste généreux de la part du FMI. Mais l'offre de l'UE, elle, est un véritable choc. Une commission d'experts allemands a calculé que l'Ukraine risquait de perdre au moins 3 milliards de dollars par an à cause des sanctions commerciales russes. À Kiev, les chiffres des pertes ont été gonflés pour atteindre les 50 milliards. Bruxelles balaye

toutes ces estimations[38]. En lien avec l'Accord d'association, l'UE n'est prête à verser que 610 millions d'euros. En échange, le FMI exige d'énormes coupes budgétaires, une augmentation de 40 % des factures de gaz naturel et une dévaluation de 25 %[39]. On est bien loin de la corne d'abondance promise par Ianoukovitch. Certains oligarques ukrainiens disposent de fortunes qui dépassent largement cette somme. Même sans prendre en compte les sanctions qui ne manqueront pas de venir de Russie, il aurait été désastreux sur le plan politique d'accepter de telles conditions[40]. Les autorités ukrainiennes ne cachent pas leur mécontentement. « Nous ne pouvions pas masquer notre stupeur, c'était inacceptable », déclara à Reuters le représentant de l'Ukraine auprès de l'OTAN. Alors que son pays se tourne vers elle en quête d'aide, l'Europe « nous crache dessus. […] Apparemment, nous ne sommes pas la Pologne, nous ne sommes pas au niveau de la Pologne. […] Ils ne nous laissent pas vraiment entrer, nous allons rester à la porte. Nous sommes bien gentils, mais nous ne sommes pas les Polonais[41] ». Heureusement pour Kiev, ou du moins peut-on le croire, Moscou a un autre plan. Le 21 novembre 2013, Poutine offre un contrat gazier préférentiel et un prêt de 15 milliards de dollars, et Ianoukovitch accepte. La condition étant que l'Ukraine, comme l'Arménie, rejoigne l'Union douanière eurasienne.



Source : Benn Steil et Dinah Walker, "Was Ukraine Tapered?," 25 février 2014, Geographics Blog CFR, https://www.cfr.org/blog/was-ukraine-tapered.

Compte tenu des événements qui ont suivi, la décision de Ianoukovitch fut considérée comme le réflexe pavlovien d'un sbire à la solde de Moscou. Il est tout à fait possible qu'il ait été victime du chantage des Russes. Mais si l'on fait exception des rumeurs de cet ordre, son choix n'a rien d'inexplicable. Comme l'a précisé le Premier ministre ukrainien Mykola Azarov, « les conditions extrêmement dures » du paquet UE-FMI ont fait pencher la balance[42]. Une logique qui, d'ailleurs, n'échappe pas aux Européens au lendemain de cette débâcle. Le 28 novembre 2013, s'exprimant dans les pages du *Spiegel,* le président du Parlement européen Martin Schulz reconnaît que les responsables de l'UE ont commis des erreurs dans leurs négociations avec l'Ukraine. « Je pense que nous avons sous-estimé la complexité de la situation politique intérieure en Ukraine[43]. » L'Ukraine, ajoute-t-il, « se trouvait dans une crise

économique et financière profonde » depuis l'introduction de la démocratie. « Ils avaient désespérément besoin d'argent et ils avaient désespérément besoin d'une source de gaz fiable. » Schulz prétend avoir compris pourquoi Kiev s'est alors réorienté vers la Russie. « En Europe, aider les États en crise n'est pas très populaire [...] et si vous considérez les propositions de Moscou, eux offrent à l'Ukraine une assistance à court terme que nous, en tant qu'Européens, ne pouvons ni ne voulons nous permettre. »

Ce que personne n'a pris en compte – ni Ianoukovitch, ni les Russes, ni l'UE –, c'est la réaction d'une minorité audacieuse et bruyante au sein de la population ukrainienne. À en juger par les sondages de l'époque, rien ne prouve qu'il y ait eu une majorité écrasante en faveur d'un basculement vers l'UE. Selon l'Institut international de sociologie de Kiev, en novembre 2013, 39 % seulement des personnes interrogées se disaient en faveur d'une association avec l'UE, soit à peine 2 % de plus que les 37 % qui préféraient une union douanière sous la férule de la Russie[44]. Encore ces chiffres reposaient-ils sur une hypothèse, pas sur les sévères conditions proposées par l e FMI et l'UE. Mais les événements en Ukraine n'ont pas été décidés dans le cadre d'un référendum offrant deux possibilités clairement chiffrées. Ils ont été le fait de minorités enthousiastes, galvanisées, mues par l'espoir et la peur que suscitaient à la fois Moscou et Bruxelles et par une imagerie politique éclectique venue de l'ensemble du spectre politique.

En novembre et décembre 2013, des centaines de milliers de personnes descendent dans les rues gelées de Kiev pour manifester contre la brusque décision de Ianoukovitch de rejeter l'Accord d'association. Mais la foule ne cherche pas à renverser le pouvoir, et Ianoukovitch aurait pu surmonter le tumulte s'il n'avait pris la décision mal avisée, et encouragée par Moscou, de passer à la répression. En usant de sa majorité au Parlement pour imposer des changements constitutionnels, le 16 janvier, il déclenche une deuxième vague de grandes manifestations, qui aboutissent à l'occupation de bâtiments officiels dans tout

le pays. À ce stade, l'implication des États-Unis devint plus ostensible. La conversation entre Victoria Nuland, secrétaire d'État adjointe pour les Affaires européennes et eurasiennes, et l'ambassadeur américain en Ukraine, enregistrée, montre le degré d'engagement de Washington. Elle est révélatrice dans sa façon de dépeindre les relations entre les États-Unis et l'UE à ce moment, tout autant que dans son instrumentalisation brutale des politiciens ukrainiens. Le 28 janvier 2014, alors que Nuland débat des options envisageables avec l'ambassadeur Pyatt, elle déclare négligemment : « Ce qui serait vraiment bien, je pense, ça serait d'aider à consolider ce truc, et de faire en sorte que l'ONU le consolide, et, vous voyez, que l'UE aille se faire foutre. » Au goût de Nuland, l'UE est trop lente à agir, trop prompte au compromis avec le président Ianoukovitch, avec lequel elle négociait ardemment un Accord d'association quelques mois encore auparavant. Sans sourciller, l'ambassadeur Pyatt réplique : « Il faut qu'on fasse quelque chose pour que ça tienne bon, parce que vous pouvez être sûr que si ça commence à s'emballer, les Russes vont s'agiter en coulisses pour tenter de tout torpiller[45]. »

Deux semaines plus tard, un ultime affrontement désespéré dans les rues de Kiev met fin à la présidence de Ianoukovitch. Le 21 février, dans des négociations sous l'égide des ministres des Affaires étrangères d'Allemagne, de France et de Pologne, Ianoukovitch se voit offrir des garanties de sécurité jusqu'à ce qu'une nouvelle présidentielle soit organisée à la fin de l'année 2014. Mais, conscient que ses soutiens au sein de son parti et dans les forces de sécurité se diluent, il préfère ne pas prendre le risque[46]. Lui non plus n'a pas oublié le destin de Kadhafi. Tôt dans la matinée du 22 février, il fuit, laissant derrière lui un vide du pouvoir. Court-circuitant les procédures constitutionnelles, un nouveau gouvernement provisoire prend ses fonctions en attendant l'élection, désormais programmée pour le 25 mai. Ce que l'UE avait envisagé comme une transition en douceur s'est transformé en insurrection révolutionnaire. Et plutôt que

d'attendre le résultat de l'élection, le gouvernement provisoire, dominé par le parti de Timochenko, Batkiyvchtchina (« La Patrie »), et une constellation d'activistes de Maïdan, s'empresse de consolider ses positions. Il est prêt à annuler la décision prise par Ianoukovitch en novembre. Prêt également à s'éloigner clairement de la Russie, à signer l'Accord d'association et à accepter de nouveaux arrangements financiers non avec la Russie, mais avec le FMI et l'Union Européenne.

Que pouvait faire Moscou ? En novembre 2013, le choix de Vilnius a été présenté par les deux camps comme un tournant stratégique. Grâce à la mesquinerie de l'offre du FMI et de l'UE, Moscou avait remporté une victoire significative, laquelle avait été annulée par la contestation populaire et un changement de régime qui, même s'il bénéficiait du soutien d'une partie considérable du peuple ukrainien, était d'une légalité douteuse et était indéniablement inspiré par l'Occident. Pour la Russie, accepter ce changement sans mot dire aurait été encore pire que si Ianoukovitch avait effectivement signé l'Accord d'association. Dans la nuit du 22 au 23 février, le Kremlin décide de passer à l'action. Profitant de manifestations locales, il met en œuvre des plans préparés en 2008 pour contrer une éventuelle demande d'adhésion rapide à l'OTAN. Le 27 février 2014, des troupes russes à peine masquées prennent le contrôle de la péninsule de Crimée[47]. Quelques jours plus tard, pour accroître encore la pression sur Kiev, la Russie soutient largement un soulèvement séparatiste dans la région du Donbass, à l'est du pays.

III

L'affrontement entre l'Occident et la Russie, qui se déroulait tant au niveau économique que politique et diplomatique et qui avait été annoncé par la guerre par procuration en Géorgie en 2008 se déchaîne dès lors dans une arène nettement plus importante. L'intégrité territoriale de l'Ukraine est en jeu. Aussi, le 13 avril 2014, le gouvernement provisoire de Kiev lance une opération « antiterroriste » pour reprendre le contrôle du Donbass. À Washington et au quartier général de l'OTAN, des voix s'élèvent pour appeler à l'envoi immédiat d'une aide militaire à Kiev et à un retour à une guerre froide totale. McCain et d'autres faucons républicains auraient été ravis de pouvoir rassembler une coalition belliciste. Ce qui aurait peut-être pu redonner un semblant de cohésion à leur parti en difficulté. Mais comme il l'a fait l'année précédente en Syrie, Obama refuse de se laisser entraîner dans une escalade[48]. En Europe, personne ne penche en faveur d'une action militaire. Non que l'on ne veuille pas livrer des armes à l'Ukraine. Mais, comme en Syrie, les armes passeraient par des canaux clandestins. Officiellement, l'Ouest réagit par des sanctions économiques.

Poutine, quant à lui, a toujours soutenu que la géoéconomie était de la géopolitique. En Ukraine, un bras de fer sur des négociations commerciales et des traités douaniers a dégénéré en une guerre non déclarée. Désormais, l'économie servirait elle-même d'armes. Vraiment ? Pour faire pression sur l'Iran, les États-Unis avaient développé un régime de sanctions d'une efficacité redoutable. La Russie, en tant qu'économie intégrée à l'échelle mondiale, est beaucoup plus vulnérable. Non seulement les entreprises russes ont besoin d'exporter, mais en outre, elles se sont copieusement nourries à l'auge du crédit en dollars à taux réduit. Début 2014, elles devaient 728 milliards de dollars[49]. Mais selon la même logique, des intérêts considérables sont également en jeu à l'Ouest. En dehors de tout le reste, la Russie est le deuxième fournisseur de pétrole et de gaz

des marchés mondiaux. En ces temps de fragilité extrême pour les économies de marché émergentes, les États-Unis ne tiennent pas à provoquer davantage de tensions sur les marchés des commodités. Suscitant l'exaspération de la droite dure, Washington s'abstient donc et n'utilisera jamais l'arme des sanctions à pleine puissance. Au lieu de cela, la Maison-Blanche prend pour cibles des individus de la clique de Poutine, la personnalité la plus en vue étant Igor Setchine, le patron du géant pétrolier Rosneft[50]. De plus, Washington limite l'accès des marchés financiers à plusieurs grandes entreprises – Rosneft, Novatek, Gazprombank et VEB[51]. Si c'est douloureux, compte tenu du volume modeste des relations économiques russo-américaines, c'est loin d'être décisif.

La question cruciale est de savoir si l'Europe jettera son poids dans la balance en appuyant les sanctions américaines. Les échanges entre l'UE et la Russie sont dix fois supérieurs au commerce russo-américain. L'UE est la destination de 41 % de toutes les exportations russes. L'UE dispose donc d'un levier considérable, mais elle a aussi beaucoup plus à perdre. Les chefs des grandes entreprises allemandes et des politiciens de haut rang comme l'ancien chancelier Gerhard Schröder continuent à entretenir des relations amicales avec Poutine alors même que des troupes russes mènent des incursions en Ukraine. La Russie a commandé deux porte-aéronefs à la France. Les sociétés italiennes du secteur énergétique sont étroitement impliquées dans des projets en mer Noire. Londres, terrain de jeu des oligarques russes, est le lieu idéal pour des sanctions cuisantes. Or, si le gouvernement Cameron parle beaucoup, il est moins prompt à agir. Et il n'y a pas que des intérêts économiques en jeu. En Allemagne, beaucoup se méfient d'un alignement trop hâtif sur la position des États-Unis[52]. Depuis l'été 2013, le scandale des écoutes de la NSA a creusé un fossé profond entre l'Amérique et l'Allemagne. Un an plus tard, les Allemands ne sont plus que 38 % à considérer les États-Unis comme un « partenaire fiable », un chiffre que l'on n'avait plus vu depuis l'époque de

Bush[53]. Si 68 % des Américains se disent en faveur d'une entrée de l'Ukraine dans l'OTAN, 67 % des Allemands y sont hostiles. De même, ils sont 63 % à rejeter une intégration de l'Ukraine dans l'UE.

Au grand dam des conservateurs du Congrès, l'UE ne parvient à s'entendre que sur des sanctions individuelles contre dix-huit personnalités russes de premier plan. Ce qui pousse le sénateur John McCain à déclarer : « Si les Européens décident que les considérations économiques sont trop importantes pour imposer des sanctions sévères à Vladimir Poutine, [...], alors, ils font fi des leçons de l'Histoire[54]. » L'apaisement avait échoué avec Hitler en 1938. Il échouerait une fois encore avec Poutine. En mai 2014, les tensions transatlantiques ont atteint un tel degré d'hystérie que Merkel et Obama orchestrent des pourparlers en toute hâte à la Maison-Blanche. Merkel est convaincue qu'il faut agir, mais elle ne peut pas tirer un trait sur l'opinion publique allemande, et les saillies de McCain ne rendent service à personne. Tous deux se mettent d'accord, Obama refrénerait les faucons américains tandis que Merkel s'efforcerait de mobiliser l'Europe autour d'un consensus sur des mesures plus rigoureuses.

Dans l'intervalle, si aucune aide militaire n'est fournie et que seules des sanctions mineures sont imposées à la Russie, l'Ouest pourrait-il au moins accorder un soutien financier généreux à l'Ukraine ? Ne serait-ce que pour satisfaire à ses obligations, le nouveau gouvernement de Kiev estime qu'il a besoin de 35 milliards de dollars sur deux ans. Ce n'est pas très éloigné des calculs présentés par le régime de Ianoukovitch six mois plus tôt, calculs qui avaient été sèchement rejetés. En mars 2014, Kiev dépose une demande de prêt de 15 milliards de dollars au FMI. Le gouvernement Obama soutient cette demande et envisage de s'en servir pour sortir de l'impasse au Congrès au sujet d'une réforme du FMI. La Maison-Blanche associe une garantie de prêt d'un milliard de dollars à l'Ukraine, populaire dans les rangs conservateurs, à un projet de déblocage du financement du

FMI[55]. La crise ukrainienne démontre clairement, insiste le gouvernement, l'importance stratégique du FMI pour les États-Unis. Les critiques altermondialistes du FMI tirent à boulets rouges sur la proposition[56]. C'est une preuve incontestable du fait que le FMI est un outil de la politique américaine. Sauf que les républicains au Congrès ne sont pas d'accord. Ils torpillent la proposition de financement du FMI.

Lagarde et le FMI persévèrent sans le soutien total de l'Amérique[57]. Si l'Ukraine avait été un pays bien gouverné, en paix et doté des institutions capables de tirer le meilleur parti de ses dotations confortables, son endettement n'aurait pas été si excessif. Mais l'Ukraine n'est rien de tout cela. Compte tenu de l'énorme incertitude politique, de l'insécurité déclenchée par l'intervention russe et de la faiblesse des institutions, il est en fait assez logique de penser que la dette ukrainienne n'est pas viable. Kiev est insolvable, et il faut donc restructurer sa dette. Ce qui aurait dû se faire dans le cadre des protocoles du FMI. L'ennui étant que l'Ukraine n'est pas un dossier ordinaire. En 2010, la Grèce avait été renflouée conformément au principe « d'exemption systémique ». Le risque de contagion financière justifiait un plan de sauvetage, aussi peu viable soit-il. En avril 2014 en Ukraine, le risque systémique s'entoure de connotations géopolitiques. Les principaux actionnaires du FMI ne tiennent pas à voir le gouvernement pro-occidental de Kiev, en difficulté, déclaré en faillite quelques semaines à peine après une révolution anti-Poutine. Par conséquent, en dépit des risques manifestes et des piètres accomplissements de l'Ukraine quand il s'agit de respecter un programme, le FMI se rue une fois de plus à la rescousse. À court de discours enthousiastes sur les réformes et d'estimations par trop optimistes sur une reprise économique, le FMI élabore un scénario qui lui permet de prêter à l'Ukraine 17 milliards de dollars sur deux ans. Onze milliards d'euros supplémentaires viendraient de l'UE, et un milliard de garanties de prêt des États-Unis. Le Japon apporte lui aussi son écot. En outre, l'UE accepte de dédouaner 98 % des exportations

ukrainiennes. On envisage la suppression des visas touristiques en 2015. Pour l'hiver, l'UE promet d'épauler les livraisons énergétiques de l'Ukraine en la ravitaillant en gaz par la Slovaquie, la Pologne et la Hongrie.

C'est un engagement substantiel. Mais il est encore bien loin de ce dont l'Ukraine a besoin. L'aide fournie par l'Europe doit s'étaler sur sept ans. Le prêt du FMI, comme toujours, s'accompagne de conditions rigoureuses. Les prix du gaz doivent augmenter de 56 %, la masse salariale des fonctionnaires doit être réduite de 10 %[58]. La bourse doit être libéralisée afin que le taux de change puisse s'adapter à un niveau compétitif, une opération à haut risque qui ne peut que faire peser une terrible pression sur les banques du pays. Mais le risque le plus grave reste les opérations militaires dans l'Est. Jamais encore le FMI n'a prêté à un pays en guerre. Aussi, en concoctant le paquet d'avril 2014, le Fonds ferme tout simplement les yeux sur l'escalade évidente du conflit. Comme l'a reconnu Lagarde dans une déclaration à la presse, cela compromettait dès le début l'ensemble du programme[59]. Dans les jours qui suivent la conclusion du paquet d'aide financière, il devient impossible de se voiler la face : l'Ukraine est bel et bien confrontée au scénario du pire. Loin de se calmer, le conflit s'intensifie dans le Donbass [60]. Au début du mois de mai, s'efforçant de lever des troupes, Kiev doit réintroduire la conscription. Quand l'oligarque Petro Porochenko prend les fonctions de président du pays durant la dernière semaine de mai 2014, il se retrouve face à un défi impossible. Il lui faut mettre en œuvre un programme d'austérité du FMI alors qu'il est en guerre. Une guerre, qui plus est, que la Russie n'a pas l'intention de lui laisser gagner. Mais si l'escalade militaire représente un fardeau sans cesse croissant pour l'économie fragile de l'Ukraine, elle trahit également les enjeux politiques du conflit, ce qui pourrait impliquer l'Ouest. C'est là le seul espoir de Kiev.

En juillet, grâce à une robuste offensive, les forces ukrainiennes sont sur le point d'écraser les rebelles du Donbass.

Moscou riposte en fournissant des armes lourdes aux milices séparatistes. Le conflit, jusque-là une succession d'escarmouches de faible intensité, se transforme en une guerre plus ou moins ouverte, mobilisant des dizaines de milliers d'hommes, chassant de chez eux des milliers de gens et faisant des milliers de tués et de blessés. Le 17 juillet, les servants d'une batterie de missiles antiaériens livrée par la Russie revendiquent fièrement la destruction d'un avion de transport ukrainien. En fait, il s'agit du vol MH17 des Malaysian Airlines, avec 298 passagers et membres d'équipage à bord. Cette atrocité soulève un tollé qui permet à Merkel d'imposer un durcissement du régime des sanctions. L'UE bloque toute exportation d'équipements militaires ou de l'industrie pétrolière à destination de la Russie, de même que l'émission de dettes à long terme sur le territoire de l'Union par les banques d'État et les entreprises russes du secteur de l'énergie. Les États-Unis alourdissent la note en limitant l'accès de Sberbank aux marchés des capitaux et en poussant ExxonMobil et BP à renoncer à leur collaboration avec des partenaires russes. Mais au XXIe siècle, les sanctions ont désormais surtout un volet financier. En septembre 2014, Rosneft, Transneft, Gazprom, Novatek, Sberbank, VTB, Gazprombank et la Banque de Moscou, ainsi que les entreprises de l'armement United Aircraft Corporation et Kalachnikov se voient tous exclus des marchés financiers occidentaux. Deux des banques les plus étroitement liées à Poutine et son entourage se retrouvent avec des avoirs gelés d'un montant de plusieurs centaines de millions de dollars sur des comptes aux États-Unis[61].

Moscou, pour sa part, a recours à des représailles plus classiques. Le Kremlin ne coupe pas les livraisons de gaz. Mais il émet une interdiction générale contre les importations de produits agricoles venus d'Europe tout en renforçant son soutien militaire aux rebelles du Donbass. Ces derniers lancent une sanglante contre-offensive le 23 et le 24 août. Le front se stabilise, et Kiev doit accepter un cessez-le-feu orchestré par l'Allemagne et la France, à Minsk le 5 septembre. La nouvelle

guerre froide entre la Russie et l'Ouest s'est métamorphosée en une confrontation ouverte et violente, l'heure est à l'épreuve de force.

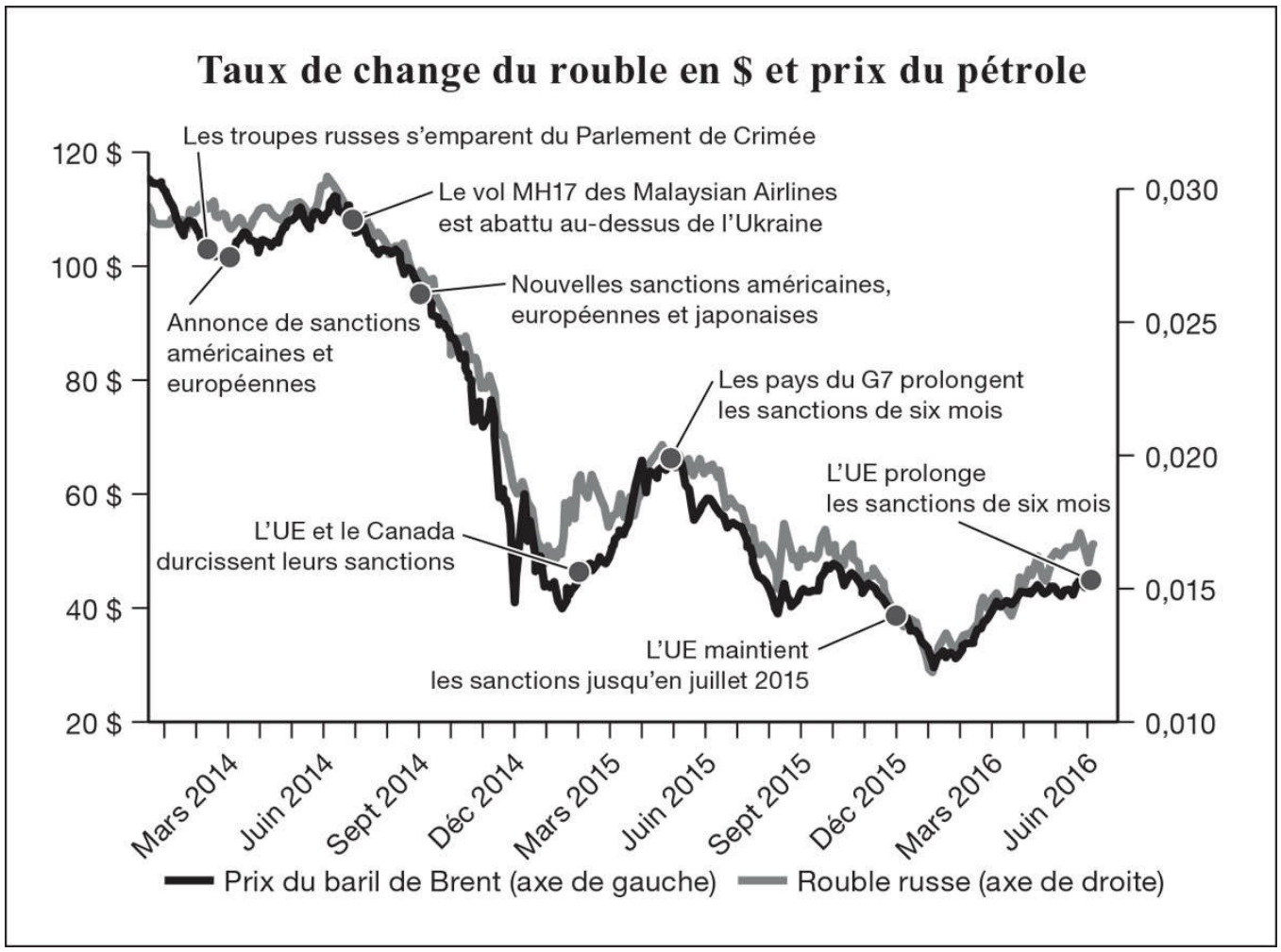
IV

Depuis le choc de 2008, la Russie a reconstitué sa position financière officielle. Début 2014, les réserves de Moscou en devises étrangères se montent à 150 milliards de dollars. Comme en 2008, ce n'est pas l'État qui était vulnérable, mais le secteur privé mondialisé russe. Si les oligarques emboîtent évidemment le pas à Poutine, les marchés, eux, ne mentent pas. L'escalade des tensions à propos de l'Ukraine provoque une fuite des capitaux immédiate. Le samedi 1er mars 2014, quand le Conseil de la Fédération de Russie vote avec patriotisme en faveur du déploiement de troupes russes sur le territoire de l'Ukraine, il s'ensuit un « lundi noir ». Le 3 mars, les marchés subissent un affaissement spectaculaire de 11-12 %[62]. Avec les sanctions, les banques russes internationalisées comme Sberbank – un géant qui contrôle 28 % des actifs bancaires du pays – se retrouvent dans une situation vraiment schizophrène. Comme le souligne son P-DG Herman Gref, perplexe, 50 % des actions librement négociables de Sberbank sont détenues par des investisseurs américains et britanniques, mais il lui est désormais interdit de lever des fonds à l'Ouest[63]. Contraintes et forcées, au cours de l'année 2014, les sociétés russes remboursent leur dette extérieure de 729 milliards de dollars à concours de 599 milliards, la banque centrale ayant déployé ses réserves pour en permettre le paiement[64]. La tension monte, mais la crise n'éclate pas avant l'automne.

La troisième vague de sanctions, dans le sillage de la destruction du MH17, est particulièrement douloureuse. Au même moment, la Fed de Janet Yellen mettait enfin un terme à la troisième phase d'assouplissement quantitatif, durcissant les conditions de crédit dans le monde entier. Puis la coopération avec l'OPEP connaît des soubresauts. L'Arabie Saoudite cesse de limiter sa production et les prix du brut s'effondrent. Avec ou sans sanctions, à l'automne 2014, la Russie se serait de toute façon retrouvée face à de sérieuses difficultés financières.

La combinaison des sanctions, du durcissement monétaire de la Fed et de la chute du prix des matières premières a un effet dévastateur. Si dévastateur, en fait, que d'aucuns se sont demandé si cette conjonction était entièrement le résultat du hasard, ou si les États-Unis et l'Arabie Saoudite ne s'étaient pas associés pour lancer une attaque contre la Russie[65].

La politique pétrolière est un terreau fertile pour les théories du complot. Washington et Ryad ont certes coutume de communiquer en coulisses. Le secrétaire d'État Kerry se trouvait dans le Golfe à l'automne 2014. Les Saoudiens avaient toutes les raisons d'agir, peut-être pas pour l'Ukraine, mais pour la Syrie[66]. Avec l'Iran, la Russie était le principal soutien du régime jusqu'au-boutiste d'Assad, dont l'Arabie Saoudite était l'ennemi juré. Il n'existe aucune preuve concluante. Pas plus qu'une théorie du complot n'est nécessaire pour expliquer ces événements simultanés. Le marché pétrolier était sous tension. La technologie américaine de la fracturation hydraulique, peu coûteuse et très souple d'emploi, avait ouvert l'accès à de nouveaux gisements. Du point de vue de l'économie russe, en tout cas, cette dernière motivation était sans importance. Les prix du brut plongent de 112 dollars le baril en juin, à environ 60 en décembre 2014. S'ajoutant aux sanctions et au durcissement des conditions de crédit, le coup est rude.



Source : Bloomberg, Global Investors.

En octobre, la banque centrale russe intervient massivement pour empêcher un effondrement immédiat du rouble. Mais il lui faut aussi gérer avec soin ses réserves, et en novembre, elle sort du marché. Situé à 33 contre 1 dollar avant le début de la crise ukrainienne, au 1er décembre 2014, le rouble s'échangeait à 49 contre 1 dollar. C'est terrifiant pour les sociétés emprunteuses russes qui, à la fin de l'année, se retrouvent avec 35 milliards de dollars de dettes. On assiste à une véritable débandade. Rosneft, qui doit rembourser 10 milliards, engloutit euros et dollars sur le marché[67]. Pour les entreprises russes plus faibles, la pression est insupportable. En décembre, Trust Bank, un grand institut de crédit, et UTair, la troisième compagnie aérienne russe, se déclarent en faillite, et la banque centrale doit offrir des garanties pour l'ensemble du secteur bancaire [68]. Le lundi 15 décembre au

matin, le rouble commence à dévisser, et perd 8 points dans la journée. Cette nuit-là, après une longue soirée de débat auquel prend part Poutine en personne, la banque centrale décide de faire passer les taux d'intérêt de 6,5 à 17 %. L'annonce est officialisée à une heure du matin. La mesure a pour objectif de rassurer les investisseurs et de châtier les spéculateurs. En vain. Elle est interprétée comme un signe de panique, non comme un geste rassurant. À l'ouverture des marchés, le matin du « mardi noir » russe, la bourse part en chute libre. À la fin de la journée, le rouble s'échange à 80 contre 1 dollar. Le lendemain, Sverbank fait l'objet d'une attaque concertée. Un million de ses clients reçoivent des textos depuis des adresses situées à l'étranger, les avertissant que la banque est sur le point d'être coupée de toute source de financement extérieur. Le 18 décembre, les retraits se montent à 6 milliards de dollars. Durant la semaine qui suit, ils atteignent un total de 20 milliards[70 69/]. Même selon les critères de 2007-2008, c'est une panique bancaire spectaculaire.

Une fois de plus, les oligarques se trouvent exposés. Les estimations varient, mais la combinaison de l'imbroglio ukrainien, du choc pétrolier et du tumulte de décembre 2014 aurait coûté aux vingt Russes les plus riches entre 62 et 73,4 milliards de dollars[71]. De nouveau, Poutine réclame des faveurs et appelle à l'action. Des mesures sont prises pour que les richesses ne soient plus transférées offshore, et qui rapatrierait son argent au pays bénéficierait d'une amnistie. Pendant ce temps, la banque centrale tente de reprendre la situation en main en augmentant l'assurance des dépôts et en recapitalisant les banques en difficulté. Le président Poutine les autorise à abandonner les principes généraux de leur politique. Elles doivent passer en « commande manuelle » pour aider le pays à s'en sortir. Toutefois, un principe absolu ne peut pas être abandonné. La Russie ne veut pas ruiner sa réputation aux yeux des investisseurs étrangers en ayant recours aux contrôles des capitaux. Au lieu de cela, pour fournir les devises

nécessaires, la banque centrale puise dans ses réserves, qui descendent jusqu'à 388,5 milliards de dollars le 26 décembre 2014. Cela permet d'amortir l'effondrement du rouble, mais les pressions se maintiennent. Les agences de notation occidentales commencent par rétrograder Gazprom. En janvier, elles abaissent la note de Rosneft, Transneft et Lukoil. Puis le rouble fléchit de 7 %, cédant une grande partie du terrain qu'il a reconquis depuis la fin de 2014[72]. Ce qui pose alors la question des réserves de la banque centrale. La Russie s'efforce de résister à ce qui ressemble au cercle infernal de la dette souveraine et des banques qui avait menacé la zone euro jusqu'en 2012. Mais ce qui est en jeu désormais, ce n'est pas seulement la solvabilité financière, mais la victoire dans un bras de fer géopolitique.

Lors de son premier mandat présidentiel, la légitimité de Poutine a en grande partie reposé sur le redressement durable du niveau de vie. Cette vision simpliste des choses a volé en éclats avec la crise de 2008. À partir de 2014, les perspectives s'assombrissent encore plus. Durant l'hiver 2014-2015, le PIB chute à l'équivalent de plus de 10 points par an. Il faudra attendre le deuxième semestre 2015 pour qu'il se stabilise. Pour les Russes de la rue, la crise de 2014-2015 est bien pire que celle de 2008-2009. Les salaires réels dégringolent plus durement, et ne repartent pas avec autant de vigueur. La Russie qui sort de la crise ukrainienne est désormais avant tout un régime nationaliste, dont les citoyens sont appelés à payer le prix, quel qu'il soit, du retour de leur nation sur la scène internationale. C'est dur, mais c'est un rôle qui leur convient. Et qui, pourrait-on dire, est même pratique, sous certains aspects[73]. En tant que Premier ministre pendant la crise de 2008, Poutine s'était attaqué directement à la gestion des crises internes[74]. Depuis son retour à la présidence en 2012, le Kremlin joue la carte du nationalisme pour détourner l'attention de la croissance économique décevante et des sondages en berne. Face à l'effondrement des cours du pétrole en 2014-2015, il fallait s'attendre à une campagne de surexcitation nationaliste. La crise en Ukraine

est arrivée à point nommé. Même avec une économie qui se languit, la popularité personnelle de Poutine, au plus bas en 2013 aux alentours des 40 points, grimpe en flèche pour atteindre 89 % de satisfaits en juin 2015[75].

La Russie souffre, mais si l'économie est une arme, c'est une arme à double tranchant. Il est impossible de porter tort à un pays tout en épargnant ses voisins. La crise des marchés émergents tant redoutée frappe sans merci le monde postsoviétique[76]. Entre la fin de 2013 et le début de 2015, les devises du Kazakhstan, de l'Azerbaïdjan et de la Biélorussie sont dévaluées de 50 % face au dollar. Les devises kirghize, moldave et tadjike perdent entre 30 et 35 % de leur valeur. Dans toute l'Asie Centrale, cela provoque de brusques hausses des taux d'intérêt, faisant peser une énorme pression sur les bilans comptables des banques et des entreprises de la région qui se sont internationalisées et ont emprunté à l'étranger[77]. Dans le même temps, les revenus des ménages diminuent au même rythme que les sommes d'argent qu'envoient les travailleurs émigrés en Russie[78]. Au Tadjikistan, le pays le plus dépendant de ces virements, puisque près de la moitié de ses hommes en âge de travailler gagnent leur vie en Russie, les revenus des ménages et en devises sont menacés d'un plongeon catastrophique. L e Kirghizistan, deuxième pays le plus dépendant au monde des virements de travailleurs émigrés, est lui aussi durement touché[79].

Toute la région est éprouvée par la crise, l'épicentre du séisme se trouvant en Ukraine. Dans son plan de renflouement d'urgence en avril 2014, le FMI a évalué la situation économique de l'Ukraine en se fondant sur un taux de change de 12,5 hryvnias pour un dollar. Le FMI a appelé Kiev à imposer des contrôles des changes pour empêcher la fuite des capitaux, tout en laissant flotter sa devise et en permettant aux prix intérieurs de s'ajuster au niveau qui serait nécessaire afin de garantir la viabilité des compagnies nationales du gaz. Si ce programme avait été adopté, il aurait pressuré aussi bien les Ukrainiens de la rue que

les riches, qui auraient vu leurs finances prises au piège d'une devise en dépréciation. Au lieu de cela, la banque centrale ukrainienne fait le contraire[80]. Elle laisse des milliards de dollars fuir le système bancaire du pays tout en puisant dans ses précieuses réserves en devises pour endiguer le déclin du taux de change. Tandis que les prix grimpent de 50 %, cela a pour résultat d'avantager la plupart des riches ukrainiens, qui convertissent leurs actifs en dollars à des taux de change favorables. En tout, 8 milliards de dollars sont ponctionnés sur les réserves en devises. Tout l'argent que l'on injecte en Ukraine s'évapore purement et simplement. Les réserves en devises ne se montant plus qu'à 4,7 milliards de dollars en février 2015, la banque centrale finit par abandonner le taux de change. Alors que les puissances européennes se démènent sur le plan diplomatique et que les faucons à Washington et au quartier général de l'OTAN réclament un accroissement du soutien militaire, entre le 5 et le 6 février, la devise chute de 50 % en vingt-quatre heures[81]. Les prix sont ajustés quotidiennement, et pour lutter contre la thésaurisation, un système de rationnement de facto est mis en place, contraignant les consommateurs à acheter des quantités fixes de farine, d'huile, de riz et de sarrasin. Entretemps, le PIB a dégringolé de près de 18 % par rapport à l'année précédente, si bien que la dette ukrainienne devient progressivement de moins en moins viable.

Dans le Donbass, les combats continuent, et le gouvernement né de la révolution de 2014, comme son prédécesseur de 2004, voit sa légitimité s'effriter face aux problèmes économiques insurmontables. Pour permettre au nouveau régime ukrainien de survivre, il n'y a d'autre solution, au printemps 2015, que de renforcer l'aide étrangère. Le 11 mars 2015, le FMI s'engage de nouveau en Ukraine et relance l'accord de l'année précédente, cette fois pour un montant évalué à 17,5 milliards de dollars. Ce serait la pierre angulaire d'un accord quadriennal de 40 milliards, soutenu par l'UE. Mais cette fois, enfin, le FMI reconnaît qu'une restructuration de la dette est indispensable.

V

En 2014, la crise aussi bien géopolitique que financière qui avait menacé la sphère postsoviétique en 2008 a bien eu lieu. Et son verdict, quant à l'hégémonie des États-Unis et de leur système d'alliances, est pour le moins ambigu. Un soulèvement populaire avait entraîné l'Ukraine de force vers l'Occident. L'Accord d'association signé avec empressement par le président Porochenko en juin 2014 a finalement été ratifié en juillet 2017. L'Occident n'a pas laissé Kiev sombrer. Mais il ne l'a pas non plus sauvé de la crise. La position financière de l'Ukraine reste précaire. L'accord de restructuration de la dette, qui a fini par être conclu en août 2015, satisfait officiellement aux exigences du FMI en matière d'implication du secteur privé. Mais en réalité, il impose des pertes minimes aux fonds spéculatifs qui ont englouti la créance en difficulté de l'Ukraine. Il n'offre au pays qu'un soulagement superficiel de la dette, la réduisant de 71 à 67 milliards de dollars, tandis que le PIB ukrainien continue sa chute vertigineuse[82]. La viabilité du paquet dépendrait du cours imprévisible des réformes nationales et de l'intensité de la confrontation avec la Russie, que ni les États-Unis, ni l'Europe n'ont les moyens ou la volonté politique de repousser. Du point de vue de Moscou, même associées au choc pétrolier, les sanctions sont pénibles, mais pas décisives. Au printemps 2015, le régime de Poutine a repris la main. La situation de Moscou s'améliorerait dès que le prix du brut commencerait à se stabiliser. Les sanctions ne tarderaient pas à être extrêmement impopulaires au sein de l'UE. À l'étonnement de tous, le Kremlin trouverait des soutiens même aux États-Unis. Prenant son mal en patience, Moscou a toujours la possibilité de semer le chaos au Moyen-Orient, de pêcher en eaux troubles en Amérique et de se chercher ailleurs de nouveaux partenaires stratégiques.

Durant la guerre froide, l'interaction entre Washington, Pékin et Moscou avait joué un rôle essentiel dans le maintien de l'équilibre de la puissance. En principe, une Chine en pleine

résurgence aurait dû pouvoir choisir. Rien n'aurait dû la pousser à préférer Poutine. Mais au printemps 2014, dans l'arène est-asiatique, les tensions entre le Japon et la Chine atteignent un niveau inquiétant. La Maison-Blanche ne cache pas son intention de soutenir son allié stratégique, et affirme qu'elle ne tolérerait pas que la Chine tente de s'imposer en mer de Chine du Sud. Mais l'Amérique va payer le prix fort pour avoir voulu à la fois adopter une ligne dure en Asie et s'opposer à la Russie en Europe. Pour la Russie, c'est l'occasion d'agir, et Poutine sait s'en saisir. Au printemps 2014, la direction moscovite adopte une approche stratégique de la Chine[83]. La Chine apporterait son soutien à la Russie face à l'Ouest. Si les États-Unis et l'UE sont déterminés à s'opposer à la Russie sur le plan économique, elle trouvera des marchés en Chine et des sources de capitaux à Shanghai et Hongkong. La Chine, quant à elle, se heurtant à de la résistance en mer de Chine du Sud, pourrait ouvrir une route terrestre eurasiatique par la Russie et l'Europe Centrale. L'UE ne s'est pas montrée intéressée par « l'alliance de facto » de l'Amérique en Asie, qui visait à contenir la Chine. La Russie lui servirait de passerelle. Une première étape est franchie dès le mois de mai 2014 avec la signature d'un contrat gazier sino-russe de trente ans, pour un montant de 400 milliards de dollars[84].

Si cette logique stratégique est solide, en pratique, Moscou s'aperçoit qu'il était tout sauf simple de faire des affaires avec la Chine. Les Chinois sont de rudes négociateurs. Les oligarques russes, en difficulté, répugnent à s'engager dans des accords à long terme quand ils ne négocient pas en position de force. Il est incroyablement coûteux de mettre en place les infrastructures nécessaires à l'Est, et les élites russes ne tiennent guère à ouvrir davantage la Sibérie à l'influence toujours grandissante de la Chine. La diplomatie du gaz, à une époque où les prix des carburants fossiles font la culbute, est un pari risqué. Mais tant pour Moscou que pour Pékin, l'objectif n'est pas seulement économique. Il s'agit de redéfinir l'équilibre de la puissance et

d'affirmer la multipolarité. L'ordre du XXIe siècle ne serait pas dessiné par l'hégémonie en exercice, mais par la puissance ascendante de l'Asie et ses alliés. Ce faisant, Moscou et Pékin réécrivent la fin pour le XXe siècle[85]. En 2015, il est impossible d'ignorer le symbolisme des invitations aux célébrations de la victoire de 1945. Soixante-dix ans après l'affrontement qui avait vu la Chine, la Russie, les États-Unis, la Grande-Bretagne et la France s'unir contre l'Axe, une nouvelle relation s'établit entre la Chine et la Russie, une relation qui a le potentiel de redéfinir l'Eurasie. À Moscou le 9 mai et à Pékin le 3 septembre, Xi Jinping et Vladimir Poutine sont chacun l'invité d'honneur respectif de l'autre et assistent à des cérémonies de commémoration spectaculaires. Obama, Cameron, Hollande et Merkel déclinent les invitations[86]. Au printemps 2015, un seul dirigeant occidental doit se tourner vers les anciens alliés de la Seconde Guerre mondiale en quête de soutien : le Premier ministre grec de gauche, lui-même aux abois.

Chapitre 22

#THISISACOUP

Pendant les manifestations de l'hiver 2013-2014 sur Maïdan, les Ukrainiens avaient brandi avec enthousiasme le drapeau bleu de l'UE. Après les éprouvantes batailles qu'avait connues la zone euro, il était réconfortant pour l'Europe de voir qu'elle pouvait encore être fêtée quelque part. À Kiev, les manifestants proeuropéens voyaient leur avenir dans l'Europe. Pour eux, elle était promesse de démocratie, de liberté, de prospérité, de l'État de droit, c'était la « bonne Europe ». Une image qui remontait aux années 1990 et au début des années 2000, quand l'Europe célébrait la fin de la guerre froide, la croissance économique et la perspective d'une « union toujours plus étroite ». Aux yeux de certains analystes, l'affrontement avec Poutine était l'occasion de réaffirmer cette vision face à la menace extérieure [1]. Mais dans le sillage des crises qui avaient ébranlé la zone euro de 2008 à 2012, la question était de savoir si la principale menace qui pesait sur la bonne Europe venait en fait de l'intérieur ou de l'extérieur. Surveillée avec anxiété par le reste du monde, la stabilisation de la zone euro avait reposé sur un compromis entre l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, la France et les autres. Un compromis motivé par la peur d'une escalade qui ferait d'abord tomber l'Espagne, puis l'Italie. Un an plus tard, la phase aiguë de la crise était passée. Mais quand la deuxième récession à toucher l'Europe a commencé à se faire pleinement ressentir, l'UE est entrée dans une nouvelle période de mécontentement.

I

En 2012, la stabilisation de la zone euro avait été conditionnée par l'espoir d'une reprise. C'était avec ce programme que le Conseil européen du 28-29 juin s'était attaqué à la crise espagnole. C'était le message que Draghi avait fait passer à Londres. Le pacte fiscal, l'union bancaire, le développement de l'ESM et des opérations monétaires sur titres (OMT) de la BCE constituaient des étapes clés vers la consolidation de la zone euro. La question, comme toujours, était de savoir si cela suffisait et si l'UE avait la volonté d'agir avec la promptitude requise. Sur l'union bancaire, tout restait à faire, et Berlin n'était pas pressé d'accepter la création d'un fonds de résolution commun tant que l'on n'aurait pas pris toute la mesure des dommages en Europe du Sud[2]. L'Allemagne et la France se sont opposées sans merci sur la crise bancaire qui a éclaté à Chypre en 2013[3]. Par ailleurs, Merkel avait son propre programme de réforme. Non contente d'avoir transféré le *Schuldenbremse* (« frein de la dette ») à l'Europe, elle voulait également imposer la vision allemande de la réforme du marché du travail au niveau européen[4]. En 2013, la compétitivité et les coûts unitaires de main-d'œuvre sont son credo. Et pour cela comme pour la discipline budgétaire, l'Allemagne réclame des contrats et des règles.

Dans le sillage de la crise de la zone euro, Merkel dispose d'une remarquable autorité, et l'Allemagne occupe la position la plus confortable des économies d'Europe. Les marchés du travail sont sous contrôle et la demande mondiale en exportations allemandes fleurit[5]. Même si les exportations vers le reste de l'Europe ne progressent pas, les Allemands n'ont aucune raison de remettre en cause le modèle de leur propre réussite nationale. Mais même dans ce cocon de prospérité, la politique allemande n'est pas à l'abri des inquiétudes. Le maillon faible est représenté par le FDP, le partenaire de choix de Merkel au sein de la coalition au pouvoir depuis 2009[6]. Le programme du FDP, favorable aux sociétés et aux allègements

fiscaux, n'est au mieux approuvé d'ordinaire que par une minorité dans le pays. Sa position souverainiste s'est retrouvée de plus en plus sous pression au cours de la crise de la zone euro. Ce qui aurait pu se révéler positif s'il avait été dans l'opposition. Mais au sein d'un gouvernement sans cesse obligé de faire des compromis pour assurer la cohésion de la zone euro, l e FDP joue perdant. L'indignation qu'ont suscitée en 2012 les discussions sur les euro-obligations, le nouveau train de mesures pour soutenir la Grèce et l'activisme de Draghi ont accentué les difficultés politiques du parti. Qui s'aggravent encore au printemps 2013 avec l'émergence du premier parti ouvertement eurosceptique dans l'histoire moderne de la politique allemande, l'Alternative für Deutschland (AfD)[7]. Quand bien même, en 2015, ce dernier prendra la tête de la campagne contre la politique des réfugiés de Merkel et attirera à lui un électorat nativiste, à l'origine, l'AfD a été fondée par un groupe d'enseignants conservateurs opposés à la politique de compromis de Merkel pour la zone euro. Aux législatives allemandes de septembre 2013, au soulagement des formations conventionnelles, l'AfD ne parvient pas à franchir la barrière des 5 % nécessaires pour être représenté au Bundestag. Mais il détourne assez de voix du FDP pour que celui-ci se retrouve exclu du Parlement pour la première fois depuis 1949. Portée par un accroissement des votes en faveur de la CDU, Merkel devient chancelière pour la troisième fois, de nouveau en formant une coalition avec le SPD. Bien qu'ayant fini en deuxième position, le SPD négocie avec acharnement et obtient un nombre impressionnant de portefeuilles ministériels. Mais la grande coalition offre à Merkel une large base parlementaire, et la meilleure garantie de stabilité n'est autre que Wolfgang Schäuble, toujours ministre des Finances. En septembre 2014, Schäuble annonce au Bundestag la bonne nouvelle : pour la première fois depuis 1969, il n'inscrirait aucune nouvelle dette au budget. Dans un monde ébranlé par la violence en Ukraine, en Syrie et en Irak, terrifié par l'épidémie d'Ebola, déclare-t-il,

la robuste position financière de l'Allemagne adresse au monde un message de confiance[8]. Le programme du frein de la dette dans lequel l'Allemagne s'est embarquée en 2009 se réalise avec de l'avance.

Le reste de la zone euro a d'autres soucis, plus immédiats. En termes aussi bien économiques que politiques, la pression ne faiblit pas. La lutte contre la crise en 2012 a mis fin au risque immédiat de catastrophe. Mais la confiance a subi des chocs en 2011 et 2012 qui ont siphonné l'économie de la zone euro, et la camisole de la consolidation fiscale est de plus en plus étouffante. La récession profonde ne s'assouplit qu'au cours du second semestre 2013. À ce stade, le chômage, en Grèce et en Espagne, a atteint des sommets, à 26-27 %. Quand la reprise se manifeste, ce n'est qu'avec une douloureuse lenteur, et elle est occultée par les nouvelles de plus en plus inquiétantes en provenance des marchés émergents. En 2014, avec la dégringolade des prix enregistrée dans toute l'économie mondiale, l'UE est hantée par le spectre de la déflation. L'Union est-elle en train de glisser vers les sables mouvants économiques qui ont pris le Japon au piège depuis les années 1990, les créances irrécouvrables pesant sur la reprise et l'insuffisance de la demande s'autoalimentant[9] ? Comment l'Europe peut-elle réagir ? Le pacte fiscal limite les dépenses publiques, même sur des investissements plus que nécessaires. En Espagne, victime de l'un des ajustements les plus sévères, les dépenses publiques sont réduites dans le domaine des infrastructures et de l'éducation[10]. Mais hors amortissements, c'est l'Allemagne qui affiche certains des niveaux les plus faibles d'investissement public en Europe. La BCE tiendra-t-elle enfin sa promesse de tout faire « quoi qu'il en coûte » ? Draghi réduit les taux, mais la BCE ira-t-elle plus loin, jusqu'à l'assouplissement quantitatif[11] ? Alors que l'inflation frise le zéro et que les espoirs s'amenuisent, tout, sur le plan économique, semble pousser la BCE à agir. Mais avec une Allemagne en proie à un mécontentement nationaliste croissant, et la Bundesbank étant encore échaudée par sa défaite

de 2012, le risque politique grandit.

Tandis qu'économistes et politiques débattent de leurs options, une part importante de la population européenne, elle, commence tout simplement à en avoir assez. Dans toute l'Union, les sondages indiquent une chute brutale du soutien en faveur de l'UE, même dans des États qui, de tradition, ont toujours été majoritairement proeuropéens[12]. Puis viennent les élections européennes de mai 2014. Le résultat fait trembler l'establishment politique européen. Les partis nationalistes eurosceptiques enregistrent des gains considérables. L'UKIP l'emporte en Grande-Bretagne. Mais surtout, le Front national gagne en France, s'assurant 25 % des voix, par rapport aux 20 % engrangés par la droite conventionnelle et aux 14,7 % des socialistes. Le FN joue sur le puissant courant nationaliste français, sur l'antisémitisme et le racisme postcolonial. Or, à partir de 2011, Marine Le Pen a entrepris de dédiaboliser son parti, de le refourbir en véhicule du nationalisme populaire hostile à la mondialisation et à l'UE. Le FN ajoute à sa base petite-bourgeoise une grande partie de ce qui aurait autrefois été considéré comme un électorat de gauche – des électeurs issus des milieux ouvriers et des chômeurs[13]. À la veille de l'échéance de mai 2014, quand on demande aux électeurs du Front ce qui compte le plus pour eux, ils citent trois choses. Pour 63 % d'entre eux, l'immigration est une priorité absolue. Ils sont à peu près aussi nombreux à évoquer les questions économiques. Mais le rejet de l'UE arrive en tête de liste : 83 % des électeurs du FN sont convaincus que l'appartenance à l'UE a aggravé les effets de la crise économique en France. Quatre-vingt-un pour cent pensent que la politique du gouvernement du moment, qui se conforme aux exigences d'austérité, ne peut qu'échouer. Compte tenu de l'expérience de l'Europe depuis 2008, on peut difficilement considérer ces points de vue comme déraisonnables. Les deux tiers des électeurs du Front en concluent que la France doit quitter l'euro.

Cette réserve de ressentiment nationaliste d'extrême droite à

la marge de la politique européenne n'a rien de nouveau, bien qu'elle ait attiré de nouveaux partisans et ait obtenu une plus grande crédibilité à cause de la gestion désastreuse de la crise. Ce qui est nouveau, c'est la mobilisation à gauche. Contrairement à la base du FN, des gens en colère, sans éducation, issus des classes laborieuses, les nouveaux partis de gauche sont des versions modernisées et plus énergiques du mouvement social gauchiste qui s'exprime régulièrement en Europe depuis les années 1960. En Espagne, Podemos est un rejeton de M15, un mouvement social imaginatif et rassembleur sous la direction d'un professeur d'université, et son électorat compte un pourcentage d'universitaires dans ses rangs supérieur à toute autre force politique[14]. De tous les partis en Grèce, Syriza est celui où la représentation des classes supérieure, moyenne et laborieuse est la plus équilibrée. Si la gauche voit ainsi son soutien se développer à partir de 2008, ce n'est pas tant à cause de l'opposition fondamentaliste, mais plutôt parce que beaucoup estiment que l'UE trahissait ses propres promesses.

Les grands médias réagissent immédiatement au résultat de mai 2014 en traitant avec condescendance les détracteurs du statu quo, tant à l'extrême gauche qu'à l'extrême droite, qu'ils taxent de « populistes[15] ». L'impatience et l'irrationalité des partis de la contestation menacent tous les efforts de consolidation fiscale accomplis depuis 2010. Ils divisent l'Europe au moment où elle doit faire front face aux nouvelles menaces à ses frontières[16]. De sombres rumeurs d'infiltration par les Russes se mettent à courir. Il y a certes de quoi s'inquiéter. Mais en 2014, le spectre d'une nouvelle guerre froide est encore ce qu'il y avait de plus rassurant. Et si l'Europe était de retour non dans les années 1950, mais dans les années 1930 ? Ce scénario n'avait-il pas quelque chose de terriblement familier ? Une crise financière, réglée au moyen d'une austérité draconienne, aboutit au chômage de masse et à une radicalisation de la politique. Associé à la peur d'une ingérence de Poutine et aux attentats islamistes, le souvenir du sombre passé de l'Europe peut aisément évoquer

l'image effrayante d'un retour des ténèbres sur le continent. Cette vision apocalyptique de l'euroscepticisme s'est traduite de façon particulièrement dramatique dans les pages de *The Atlantic,* mensuel américain très lu qui, en mars 2015, pose la question : « L'heure est-elle venue pour les Juifs de quitter l'Europe [17] ? » L'auteur, Jeffrey Goldberg, un journaliste influent, brosse pour son lectorat américain un tableau où de jeunes musulmans au chômage, ayant perdu toute illusion et croupissant dans les barres d'immeubles des banlieues européennes, reprennent à leur compte la tradition antisémite profondément enracinée en Europe, tandis que se dresse une nouvelle droite. Dans une vidéo accompagnant l'article, on demande à Leon Wieseltier ce que devrait faire le dernier Juif d'Europe à abandonner le « Vieux Monde », il lâche simplement : « Cracher ! » La peur que cela suscite, exprimée avec tant de vitriol, se nourrit de souvenirs remontant à l'Holocauste et à bien avant. Ce qui est frappant, c'est que ce discours alarmiste ait pu trouver une audience à ce moment précis.

Après avoir apparemment surmonté la crise en 2012, deux ans plus tard, l'Europe se trouve de nouveau dans une impasse. Pour sécuriser sa viabilité fonctionnelle, la zone euro a besoin de prendre des mesures audacieuses en faveur de davantage d'intégration. Mais face à la colère populaire montante et l'incertitude économique qui perdure, d'où peut venir l'impulsion politique ? Au lendemain du verdict électoral de mai 2014, qui oserait prendre le risque de déclencher une vague de référendums afin de ratifier une modification du traité ? Dans l'intervalle, presque toute l'Europe, à l'exception du noyau prospère au nord du continent, se débat pour retrouver un semblant de croissance économique normale. Avec le temps, la formule allemande conjuguant austérité et réforme porterait-elle ses fruits ? L'Espagne et l'Irlande ne se relevaient qu'à grand-peine. Dans toute l'Europe du Sud, la crise du chômage reste aiguë. En 2014, les questions n'ont fait que se multiplier. Le retour de bâton politique contre l'UE, de plus en plus violent,

saperait-il la fragile reprise économique de l'Europe ? Cette reprise pourrait-elle seulement se maintenir ? En 2014, le risque de déflation est indéniable. Les marchés émergents dont la croissance allemande dépendait chancellent. Si la stagnation menace, les pressions politiques s'accentueront encore. La BCE serait-elle contrainte de sortir de sa position défensive pour adopter une politique plus active ? Comme toujours, c'est en Grèce que les tensions au sein de la zone euro sont les plus sensibles.

II

Au bout de six ans de récession, la crise sociale en Grèce est manifeste. En 2014, le chômage frôle les 27 %. Plus de la moitié des jeunes Grecs sont sans travail, et si, autrefois, ils pouvaient compter sur l'appui de leurs proches, désormais, le principal soutien de famille a bien souvent perdu sa source de revenus. En 2015, la moitié de la population dépend de la retraite d'une personne âgée pour survivre, un chiffre alarmant, sachant que la moitié des retraites sont situées en dessous du seuil de pauvreté. Selon Eurostat, si le seuil en question est celui d'avant la crise, alors, près de la moitié de la population grecque est en danger en 2015[18]. L'OCDE rapporte qu'une personne sur six souffre quotidiennement de la faim[19]. À Athènes, les sans-abri sont visibles partout. Pour ceux qui ont eu la chance de conserver leur emploi, les salaires réels ont baissé de 25 %. Dans le même temps, les impôts ont brutalement augmenté. La Grèce, pays de petits propriétaires terriens, se dresse contre de nouveaux impôts fonciers. La TVA, qui touche plus durement les plus pauvres, passe de 13 à 24 %. Contrairement à ce qui est communément admis en Europe du Nord, le réseau de la sécurité sociale grecque est tout sauf riche, et le système de santé s'effondre sous la pression des coupes budgétaires. Pour fuir la crise de l'emploi, depuis 2008, 400 000 Grecs ont émigré, sur une population de 10 millions d'habitants. Ceux qui partent sont avant tout des jeunes disposant d'un haut niveau de formation, dont des dizaines de milliers de médecins[20].

Non seulement la Grèce vit une crise sociale, mais en outre, elle le fait sur l'ordre de la troïka. Sachant que la majorité des Grecs souhaitent surtout tenir leur rang en Europe, le PASOK d'abord, puis la Nouvelle Démocratie n'a eu d'autre choix que de se plier aux exigences des créanciers de la troïka. Or, sans surprise, la crise est à l'origine d'un vaste mécontentement attisé par le désir de solidarité sociale et d'affirmation nationale. À droite, le bénéficiaire en est l'Aube dorée raciste, un mouvement

authentiquement néofasciste. Mais la formation qui, de loin, représente le mieux la réaction populaire est Syriza, le parti de la gauche radicale qui, aux élections européennes de mai 2014, surclasse sans difficulté le parti au pouvoir, la Nouvelle Démocratie.

Comprenant que sa base de soutien s'effrite, le gouvernement de coalition de Samaras appelle l'UE et Berlin à faire des concessions. Si la Grèce pouvait suivre l'exemple de l'Irlande et du Portugal en quittant prématurément le programme de la troïka, ce serait une grande victoire pour l'Europe, qui donnerait aux collaborateurs de l'Eurogroupe une chance de l'emporter dans l'isoloir. Mais Berlin rejette cette suggestion. L'Allemagne n'a jamais eu confiance en Samaras, et elle n'est pas disposée à faire des concessions. Dans l'espoir d'être réélu, Samaras convoque des élections. Comme cela est désormais la norme, les gouvernements européens favorables à l'austérité et le FMI entrent dans la danse. On fait clairement comprendre aux électeurs grecs que, du point de vue de « l'Europe », ce sont la Nouvelle Démocratie, le PASOK et le centriste To Potami qui constituent le bon choix. Rajoy, le Premier ministre conservateur espagnol, fait campagne pour Samaras à Athènes. Consciente de l'ascension de Podemos, la droite espagnole tient absolument à éviter une victoire de la gauche. Mais le 25 janvier 2015, c'est exactement ce qu'obtiennent les électeurs grecs. Syriza, emmené par le jeune activiste Alexis Tsipras, forme un gouvernement et, torpillant les espoirs des sociaux-démocrates modérés à Berlin et Bruxelles, choisit comme partenaire de sa coalition non To Potami, centriste pro-européen, mais l'ultranationaliste ANEL. Peut-être ne s'entendent-ils nullement dans les domaines de la religion et des valeurs culturelles, mais Syriza sait qu'ANEL irait jusqu'au bout dans une confrontation avec l'UE[21].

La confrontation, justement, s'annonce rude. Le défi, pour Syriza, est de réussir à mettre sur la table la question épineuse et en suspens de la solvabilité grecque. En achetant les détenteurs d'obligations privés, la restructuration de la dette en 2012 a allégé

la pression des marchés sur Athènes. Mais du fait de son économie déclinante, le fardeau de la dette grecque reste excessif. Et en substituant des emprunts publics de l'UE et du FMI à la dette privée, l'accord de 2012 n'a fait qu'accroître les enjeux politiques. C'est une chose de châtier les créanciers privés qui avaient parié sur un rendement élevé de la dette grecque. C'en est une autre de suggérer aux contribuables conservateurs d'Europe du Nord qu'ils devraient consentir à d'autres importantes concessions en faveur du gouvernement rebelle de la gauche grecque. Ce qui a pour résultat une reprise de la confrontation politique en 2015, mais où les fronts sont vertigineusement inversés, ou du moins le paraissent-ils dans la présentation de la situation de la Grèce que fait son nouveau ministre des Finances, Yanis Varoufakis[22].

Varoufakis, un gauchiste peu orthodoxe qui a effectué une grande partie de sa carrière hors de Grèce dans des universités anglophones, n'est pas un membre convaincu de Syriza. Il ne s'intéresse ni à sa politique de gauche classique, ni au marxisme traditionnel. La dette de la Grèce ne se composant plus d'emprunts sur les marchés, mais de prêts de la troïka, sa tactique consiste à faire appel au pragmatisme du marché contre l'orthodoxie financière de la zone euro. Il courtise la City, le *Financial Times* et des autorités comme Larry Summers, ainsi qu'une coterie de conseillers économiques américains, parmi lesquels se trouvent tant des hommes ouvertement de gauche comme Jamie K. Galbraith que Jeffrey Sachs, un temps partisans de la « thérapie de choc » pour le monde postcommuniste. Varoufakis affirme que les idéologues, sur la question de la dette grecque, ne sont pas ceux qui soutiennent que des dettes irrécouvrables le sont effectivement. Les idéologues, ce sont les gardes-chiourmes conservateurs de l'Eurogroupe qui martèlent que des dettes doivent être remboursées par principe, quel qu'en soit le coût. Le « système » que dénonce Varoufakis n'est pas le capitalisme, mais la fixation morbide et dysfonctionnelle de l'Europe sur l'austérité, et ses défenseurs en

Grèce et ailleurs.

Il est politiquement habile de la part de Varoufakis d'opposer l'économie rationnelle à l'idéologie conservatrice. Cela lui assure une formidable audience internationale. Mais il sous-estime ses adversaires. Le projet de consolidation fiscale imposé à l'Europe sous la direction de l'Allemagne est certainement politique. Mais pas seulement. C'est la vision d'un réagencement à long terme de la société et de l'économie européennes. Merkel aime à surprendre ses visiteurs en déclarant qu'à moins que l'Europe ne se réforme, elle connaîtrait le même sort que la civilisation inca[23]. Dans sa volonté de réaliser cet objectif, ce qui doit se faire en une dizaine d'années, Berlin n'hésite pas à imposer des coûts terribles à court terme. Lesquels sont indissociables de la réforme d'un modèle social et économique en échec. C'est la leçon qu'il faut tirer de l'effondrement du communisme, du projet de l'unification allemande et de l'intégration de l'Europe de l'Est dans l'UE. Pour concrétiser ce projet, on ne peut faire de concession ni aux horizons à court terme des marchés, ni à la contestation du style de Syriza. Pour garantir que l'Europe maintienne le cap, il est essentiel d'empêcher toute « contagion politique ». Il serait désastreux de consentir à des concessions en faveur du gouvernement grec d'extrême gauche, des concessions qui, en pleine crise, ont été refusées aux gouvernements d'Europe de l'Est, d'Irlande, d'Espagne et du Portugal. Quelles qu'aient pu être les souffrances du peuple grec, elles n'importent guère par rapport à l'équilibre économique plus général de la zone euro. La bataille se livre à un autre niveau, celui de la discipline et de l'autorité politiques qui, aux yeux des conservateurs mondialistes de Berlin, sont les fondations d'un succès économique à long terme.

Le combat est d'autant plus rude que les faucons de l'austérité au sein de l'Eurogroupe savent que les gouvernements centristes, en France et en Italie, sont réceptifs. Le programme de croissance, qui a joué un rôle si essentiel dans les manœuvres politiques qui ont suivi l'élection de Hollande, n'a pratiquement

pas avancé. Et maintenant, le nouveau gouvernement à Rome, dirigé par le centriste populaire Matteo Renzi, est tenté de s'engager dans la même voie[24]. Il est donc d'autant plus important de ne pas fléchir face à Syriza. L'Allemagne est le point d'ancrage, mais dans les négociations les plus cruciales, c'est tout juste si le ministre des Finances Schäuble a besoin de parler. Le Néerlandais Jeroen Dijsselbloem préside les séances de l'Eurogroupe, et les arguments hostiles à Syriza sont défendus par des piliers de l'austérité comme l'Espagnol Luis de Guindos et la Portugaise Maria Luis Albuquerque. Ils savent qu'en donnant un coup d'arrêt à Syriza, ils se battent pour leur propre survie politique et pour le projet auquel ils ont lié leurs pays en souscrivant au programme d'austérité en 2011.

Paradoxalement, en exprimant leur préférence pour les partis établis en Grèce, l'Eurogroupe et le FMI s'alignent précisément sur les forces politiques et les intérêts sociaux qui sont à l'origine de la situation fiscale déplorable du pays. Un enchevêtrement qui ne se limite pas à la sphère politique. Au cœur de l'oligarchie du monde des affaires et de son réseau médiatique se trouvent les banques grecques. Elles ont été recapitalisées en 2012 dans le cadre de l'accord de restructuration aux dépens du contribuable hellène. Mais elles continuent à dépendre lourdement du financement de la banque centrale grecque et de la BCE. Depuis juin 2014, la banque centrale grecque est dirigée par Yannis Stournaras, un autre influent professeur d'économie grec, un des architectes de l'entrée de la Grèce dans la zone euro d'origine, et ministre des Finances du gouvernement sortant de Samaras[25]. En décembre 2014, quand il est devenu clair que Syriza était en tête dans les sondages et qu'il risquait d'arriver bientôt au pouvoir, Stournaras n'a rien fait pour endiguer la lente hémorragie d'une panique bancaire. À la veille des élections, les Grecs les plus aisés avaient déjà retiré 16 milliards d'euros des banques. Quand Tsipras a pris ses fonctions, 8 milliards supplémentaires ont été retirés en l'espace d'à peine trois semaines[26]. Cette fuite des capitaux a eu pour effet de rendre

les banques encore plus dépendantes de la BCE.

Si le gouvernement Syriza refuse de coopérer avec la troïka, la BCE, comme elle l'a fait auparavant en Irlande et en Grèce, peut menacer de restreindre ses prêts d'urgence aux banques. Ce qui pourrait avoir un impact dévastateur. Mais la troïka souhaite-t-elle vraiment courir le risque d'une nouvelle crise dans la zone euro ? Cette menace de contagion financière est le principal atout du gouvernement d'Athènes dans les discussions. Si Bruxelles, Francfort et Berlin font passer la Grèce par-dessus bord, elle risque d'en entraîner d'autres avec elle. Or, à cet égard, les données du jeu se sont trouvées fondamentalement changées trois jours avant la prise de pouvoir de Syriza. Le 22 janvier 2015, Mario Draghi annonce que la BCE adopte finalement l'assouplissement quantitatif à grande échelle. Deux ans après le « quoi qu'il en coûte » de Draghi, cette mesure est prise sans grand enthousiasme par la BCE. Entre 2012 et 2014, Draghi a laissé le bilan de la BCE se contracter. C'est la menace de la déflation qui, en 2015, lui force la main. Pour lutter contre l'affaissement des prix, Draghi a tout essayé. Cette fois, une nouvelle tranche des opérations de refinancement à long terme ne trouva pas acquéreur. Les banques européennes tenaient à se désendetter. Il fallut attendre septembre 2014 pour que Draghi entreprenne un « assouplissement quantitatif light » en achetant des titres adossés à des actifs privés[27]. Comme on pouvait s'y attendre, l'indignation est immédiate en Allemagne. C'est un avis préliminaire émis le 14 janvier 2015 par la Cour européenne de justice qui sert de catalyseur à une action plus audacieuse. La Cour décrète, dans une affaire que lui a soumise la Cour suprême allemande, que le programme d'achat d'obligation de Draghi en 2012 n'a pas constitué à première vue une infraction à l'interdiction de financement monétaire[28]. Sans attendre la décision finale, la BCE intervient. Le 22 janvier 2015, Draghi proclame que, tant que l'inflation de la zone euro ne sera pas stabilisée dans le positif, la BCE achètera des titres souverains au taux de 60 milliards d'euros par mois[29].

Le passage de la BCE à l'activisme monétaire coïncide avec la victoire électorale de Syriza en janvier 2015, et les conséquences économiques et politiques de la crise de la zone euro finissent par se rejoindre. Cette conjoncture aura des suites terribles. Curieusement, c'est le programme d'achat d'obligations de la BCE, auquel les conservateurs européens se sont longtemps opposés, qui les pousse à livrer la bataille de l'endiguement politique par tous les moyens qu'ils jugent bons. La présence de la BCE sur le marché signifie que l'on ne court pas le risque de voir la tragédie grecque dégénérer en contagion financière. Alors que la BCE entame donc sa campagne d'achat et siphonne les titres souverains sur les marchés, le rendement des obligations espagnoles, portugaises et italiennes commence à chuter. En 2010, le FMI avait justement préconisé d'adopter ce cap pour permettre de résoudre équitablement la crise bancaire irlandaise – par le biais de PSI et pas entièrement aux dépens des contribuables. À l'époque, c'était Trichet qui s'y était opposé. Maintenant, la mise en place de l'assouplissement quantitatif par Draghi permet à la majorité conservatrice de l'Eurogroupe de mettre le siège devant le gouvernement de gauche grec sans redouter de déclencher une crise générale.

Cela veut-il dire que le résultat est joué d'avance ? Syriza comprend-il seulement la gravité de la situation dans laquelle il se trouve ? À en juger par des sources de l'époque et les informations publiques dont on dispose, on est en droit d'en douter. Mais les mémoires de Varoufakis révèlent qu'une partie au moins des membres du gouvernement Tsipras avaient conscience des difficultés qui les attendaient. En tant que théoricien de l'économie, Varoufakis s'est spécialisé dans la théorie des jeux. Il sait qu'en faisant appel à l'assouplissement quantitatif, Draghi place Athènes le dos au mur. Si le gouvernement de Syriza veut s'assurer une marge de manœuvre dans les négociations sur la dette, il doit pouvoir brandir sa propre menace, de quoi invoquer de nouveau le risque de contagion financière. Varoufakis pense qu'un défaut dans

l'accord de renflouement de 2012, associé à la vague montante de ressentiment nationaliste en Allemagne, offre à la Grèce le levier dont elle a besoin[30]. Dans les livres de compte de la BCE se trouvent 30 milliards d'euros en titres achetés dans le cadre du programme SMP de Trichet. Ils ont survécu intacts à la restructuration de 2012 et tombent sous le coup de la loi grecque. Si la Grèce se déclarait en défaut sur ces obligations, cela causerait de lourdes pertes à la BCE, mettant en lumière les dangers liés à l'achat de titres, et obligeant plus ou moins la droite allemande à rouvrir le dossier de la légalité de l'assouplissement quantitatif. La base légale de l'assouplissement quantitatif se trouvant alors remise en cause, la confiance s'effriterait. Ça serait la fin du pare-feu. Toute la périphérie de la zone euro serait de nouveau en péril, et l'Eurogroupe devrait prendre au sérieux les exigences de la Grèce de peur que la panique ne se répande sur les marchés.

Compte tenu de la faiblesse de la Grèce, c'est se montrer quelque peu mélodramatique que de décrire cela comme l'option nucléaire. Mais à tout le moins, Varoufakis prépare clairement une bombe sale. Pour contraindre l'Eurogroupe à véritablement négocier, Athènes menacera de perturber le fragile équilibre politique sur lequel repose le projet de Draghi de stabilisation de la zone euro. Elle est prête à provoquer délibérément une guerre civile au sein de la zone euro. Du fait de points de détail juridiques, on ne voit pas comment un défaut de la Grèce pourrait directement affecter la BCE, voire la banque centrale grecque. Mais il est certain que cette menace a été la source d'une grande inquiétude à Francfort et à Bruxelles. Varoufakis a fait rédiger l'ordre légal du défaut, et l'a gardé sous la main dans son ministère. La question était de savoir si le gouvernement Tsipras aurait le culot de déployer son arme de dissuasion au moment crucial.

III

La première série de rencontres entre le nouveau gouvernement grec et ses créanciers à Bruxelles se passe si mal qu'elle manque aboutir à une « rupture » immédiate. Merkel, son ministre des Affaires étrangères Frank-Walter Steinmeier et leurs homologues français atterrissent dans la capitale belge le 12 février 2015, pour une réunion du Conseil européen, au lendemain de rudes négociations avec Poutine à propos de l'accord de cessez-le-feu dans le Donbass dit « Minsk II ». C'est l'Ukraine la priorité, pas la Grèce, et le nouveau ministre grec des Affaires étrangères ne fait certes rien pour se faire apprécier de ses collègues quand il menace d'apposer son veto à de nouvelles sanctions contre Poutine[31]. Lors de sa première rencontre de l'Eurogroupe, le 11 février, Varoufakis adopte un ton plus conciliant, mettant en avant les valeurs européennes de Syriza et son engagement à travailler en bonne entente. Il soutient que son parti n'était pas « des populistes, qui promettent toutes sortes de choses aux gens ». La réponse de Schäuble est brutale. Syriza n'a pas pris part à l'accord passé en 2012 avec les partis politiques hellènes. Et Varoufakis doit comprendre que, en ce qui concernait les fondements de la zone euro, il est « impossible de laisser des élections influencer la politique économique[32] ». Une déclaration qui peut paraître époustouflante à première vue, mais qui résume parfaitement le dilemme auquel est confrontée la zone euro. Conséquence de la crise, la politique économique nationale est de plus en plus une affaire d'accords internationaux. En ce qui concerne l'Eurogroupe, le mémorandum sur la dette grecque sert de feuille de route. Quelle que soit la couleur de son gouvernement, on attend de la Grèce qu'elle s'y conforme. Les apparences sont préservées, mais les humeurs s'échauffent en coulisses. La rumeur rapporte que Varoufakis et Dijsselbloem ont failli en venir aux mains[33]. Il est probable que Schäuble aurait été ravi que la Grèce soit purement et simplement éjectée. Mais le 20 février, Merkel

intervient personnellement pour surseoir à l'exécution, autorisant le nouveau gouvernement grec, avec l'approbation des créances, à présenter sa propre liste de propositions de réformes pour remplacer le mémorandum[34]. Le versement des 7,2 milliards d'euros restants est reporté jusqu'à ce qu'un accord soit conclu et que les réformes soient lancées.

Il s'ensuit des mois de douloureuses négociations sur un terrain malheureusement familier. Athènes parviendrait-elle à satisfaire ses créanciers avec ses propositions d'austérité ? Les créanciers seraient-ils disposés à discuter des exigences de Syriza, qui réclame une nouvelle tranche de restructuration de la dette ? C'est une guerre d'usure. Alors que les pourparlers traînent en longueur, les banques grecques vident leurs réserves, de plus en plus dépendantes de la BCE, tant que le gouvernement Syriza se retrouve en perte de vitesse. Pour beaucoup de membres de l'aile gauche de la coalition, le compromis du 20 février, qui a maintenu la Grèce dans la zone euro, finit par être considéré comme une erreur. Le gouvernement de Tsipras a dilapidé le capital politique de sa victoire, raté l'occasion de rompre avec Bruxelles, ce qui aurait été apprécié du public, et a ensuite négocié en position de faiblesse. Cependant, Tsipras n'a pas souhaité provoquer une rupture avant que les négociations aient seulement débuté. Varoufakis voulait voir s'il était possible de faire pression. Il savait que la moindre mention d'un éventuel défaut des obligations du SMP tétanisait la BCE[35].

Est-il possible de parvenir à un compromis ? Pour ce qui est de la dette, la Grèce est manifestement insolvable. Mais rien ne prouve que les créanciers accepteront de bouger d'un pouce. Suivant une stratégie atlantiste, le groupe qui entoure Varoufakis espère que le FMI pourra changer la donne dans les négociations. La plupart des analystes du Fonds regrettent que Dominique Strauss-Kahn ait embarqué le FMI dans la première vague de « faire comme si ». Cinq ans après 2010, la dette de la Grèce n'est toujours pas viable. Il est essentiel de restructurer. Mais Lagarde répugne à rompre avec ses partenaires européens. Compte tenu

de ses propres origines politiques, Syriza ne lui inspire aucune sympathie. Et l'équipe du FMI sur le terrain est intégrée à la troïka et prête à mettre en œuvre son programme sans merci. Comme pour renforcer les convictions du Fonds, l'ancien chef de sa délégation en Grèce, Poul Thomsen, est nommé à la tête du département européen du FMI[36]. Officieusement, Thomsen partage l'avis de la majorité de ses collègues du FMI et estime que la dette grecque n'est pas viable. Mais comme Athènes va s'en apercevoir, l'argument de la viabilité est à double tranchant. La viabilité ne dépend pas seulement du niveau de la dette, mais du cap que prendrait à l'avenir la croissance du pays. Si, sur des questions comme le multiplicateur fiscal, le FMI a adopté un point de vue plus « de gauche », dans le domaine de la croissance économique à long terme, il reste fidèle à ses convictions traditionnelles. Pour augmenter son taux de croissance, la Grèce devrait déréglementer son marché du travail et assouplir son système restrictif d'octroi de permis. Ce qui nécessite une « réforme de l'offre » exhaustive et extrêmement intrusive[37]. De plus, le gouvernement grec peut toujours rassembler de l'argent à l'aide de privatisations. La mise en place de telles mesures aurait été pénible pour n'importe quel gouvernement. Pour une coalition de gauche comme Syriza, c'est un suicide collectif.

Si le FMI hésite, son principal actionnaire, les États-Unis, fera-t-il pencher la balance ? Cinq ans plus tôt, quand la crise a commencé, le gouvernement du PASOK de Papandréou, aux abois, a pu compter sur le soutien de Washington. Au lendemain de la victoire de Syriza, Obama s'est une fois de plus montré encourageant[38]. Il ne fallait pas trop exiger d'un peuple qui était déjà à genoux, a affirmé le président. « On ne peut pressurer sans répit des pays qui sont en pleine dépression[39]. » Dans le même temps, les stars des économistes de la gauche américaine, emmenées par Paul Krugman et Joseph Stiglitz, se ralliaient à l'appel de Varoufakis à un programme « rationnel » pour régler la dette grecque. Mais rien de tout cela ne plaît à Berlin. Pas plus

qu'Athènes n'a su s'attirer la sympathie du nouveau secrétaire au Trésor d'Obama, Jack Lew. Juriste, gérant de fonds spéculatif et ancien de Citigroup, Lew vient de l'aile dure du gouvernement Obama. Une nouvelle crise grecque « ne serait pas une bonne chose dans une économie mondiale qui se remettait à peine d'une grave récession », souligne Lew. C'est au gouvernement grec qu'il incombe de tout faire pour gagner la confiance de ses créanciers[40]. En avril, face à l'escalade de la tension, Jason Furman, le dernier président du Conseil des consultants économiques de Barack Obama, intervient pour commenter que la crise grecque n'est pas « une expérience que nous souhaitons mener ». Mais quand on lui demande comment il classerait une sortie grecque en désordre de la zone euro sur une « échelle de 1 à 10, 10 étant l'effondrement de Lehman », il rétorque qu'un « défaut grec correspondrait sans doute à un 6, par rapport à 8 en 2012[41] ». Quand les enjeux avaient été élevés, Washington n'avait pas hésité à se mêler de politique dans la zone euro. Pour une crise évaluée à seulement 6 sur 10, la Maison-Blanche n'est pas disposée à compromettre ses relations avec Berlin. Comme le dit un responsable américain à Varoufakis : « De notre point de vue, vous appartenez à la sphère d'influence de Berlin, que nous n'allons pas remettre en question[42]. »

Si aucune aide n'est à attendre de Washington, qu'en est-il de la Chine, la nouvelle puissance de l'économie planétaire ? Pékin considérait la Méditerranée orientale comme une extension naturelle de son réseau eurasien de la Ceinture et la Route. La Chine a déjà acquis une part très médiatisée et controversée dans le port du Pirée[43]. Varoufakis étudie avec grand intérêt comment attirer davantage de capitaux chinois, voire comment s'assurer d'une intervention chinoise sur le marché de la dette du Trésor grec. Mais si Pékin promet d'acheter des obligations, il n'en sera rien. Quand Varoufakis s'en inquiète, on lui répond sans détours. Pékin s'est retiré parce que l'Allemagne a fait savoir aux Chinois qu'elle n'approuvait pas leur intervention dans la crise grecque[44].

L'idée d'un partenariat avec la Chine et l'Amérique séduit des Grecs comme Varoufakis qui s'envisagent en « modernisateurs » et ne sont pas profondément enracinés dans les cercles communistes locaux. Aux yeux de la vieille garde de Syriza, la Russie est la seule option[45]. En 2015, Merkel et Hollande se débattent encore pour tenter d'endiguer la crise ukrainienne. Poutine se montre de plus en plus interventionniste en Syrie. La Grèce arriverait-elle à exploiter à ses fins sa position stratégique en Méditerranée orientale ? Le 8 avril, Tsipras se rend à Moscou pour y rencontrer Poutine. Mais au Kremlin, il a droit au même discours que de la part de Washington et Pékin. Le message de Poutine est simple : « Vous devez conclure un accord avec les Allemands[46]. »

Mais avec qui la Grèce est-elle censée traiter en Allemagne ? Dans le domaine de la politique financière, c'est le ministre des Finances Schäuble qui a la haute main, mais, comme il s'en cache de moins en moins, il ne pense pas qu'Athènes ait un avenir dans la zone euro[47]. Merkel est-elle de cet avis ? C'est une politicienne plus pragmatique que Schäuble, elle ne peut assurément souhaiter le démantèlement de la zone euro. Tsipras croit qu'il pourra la convaincre par une diplomatie plus personnelle. Varoufakis, lui, estime que Merkel devrait comprendre la menace qu'est capable de représenter la Grèce pour les efforts de stabilisation de Draghi. Merkel exploite cette faille entre eux. Cherchant à provoquer une rupture entre le Premier ministre grec et les membres plus à gauche de son gouvernement, elle lui accorde plusieurs rencontres personnelles qui persuadent Tsipras qu'elle finira par accepter un compromis. La question est seulement de savoir quand, et à quelles conditions. Plus Merkel attend, plus la situation devient intenable pour la Grèce.

En avril, alors que la rumeur fait état d'un défaut d'Athènes, le retour sur les rares titres obligataires grecs qui s'échangent encore sur les marchés ouverts grimpe à 26,2 %[48]. En 2012, cela aurait suscité des inquiétudes à Rome, Madrid et Lisbonne. Mais

cette fois, il n'y a pas de contagion. La BCE reste de marbre. Ainsi que le signale Draghi : « À cet instant précis, nous disposons d'assez d'instruments [...] qui, bien qu'ayant été conçus à d'autres fins, pourraient certainement être utilisés si besoin était en cas de crise. [...] Nous sommes aujourd'hui mieux équipés que nous ne l'étions en 2012, 2011 et 2010[49]. » L'achat de titres obligataires par la BCE non seulement épongeant toute nouvelle dette publique de la zone, mais réduisant en outre la réserve totale de dette souveraine accessible aux investisseurs privés de 265 milliards d'euros, il n'y a guère de raison de redouter les justiciers obligataires. Le défaut délibéré sur les titres obligataires de la BCE que prévoit Varoufakis est supposé prendre cette complaisance à contre-pied. Mais il devient de plus en plus évident que Tsipras répugne à brandir cette menace.

Si l'on ne parvient pas à un compromis et si Tsipras rechigne à user de la seule véritable arme dont est dotée la Grèce, y a-t-il seulement moyen de sortir de l'impasse ? Pour les créanciers, la situation aurait été plus simple si Tsipras et son équipe excentrique avaient tout simplement disparu de la scène. Mais si peu de temps après leur magnifique victoire électorale, c'est un peu trop demander. L'UE est hantée par les spectres de 2011. Comme le note le *Financial Times,* Bruxelles est « sensible à l'accusation [...] de complicité de l'UE dans la chute de Georges Papandréou, le Premier ministre grec [...] et de Silvio Berlusconi[50] ». Mais l'Eurogroupe ne fait pas mystère du fait qu'il souhaite que Tsipras se débarrasse de Varoufakis et de l'aile gauche de son parti[51].

Impact des achats de titres obligataires de la BCE, 2015

	Émissions brutes obligataires 2015	Rédemption	Émissions nettes obligataires 2015	Achat AQ 2015	Offre nette moins AQ
Allemagne	159	155	4	113	-109
France	187	118	69	89	-20
Italie	185	196	-11	77	-88
Espagne	142	92	50	56	-6
Pays-Bas	48	37	12	25	-14
Belgique	33	21	11	16	-5
Autriche	17	13	4	12	-8
Finlande	10	5	5	8	-3
Irlande	14	2	11	7	4
Portugal	13	6	7	11	-4
Grèce	7	7	0	13	-13
Total	**814**	**651**	**162**	**427**	**-266**

Source : Morgan Stanley Research, National Treasuries.

Les précédents historiques ne manquent pas. L'Europe a toujours eu tendance à mettre au pas les gouvernements de la gauche radicale. En Allemagne, au bout de quelques mois « fous » à l'automne 1998, le gouvernement Rouge-Vert de Gerhard Schroeder s'était débarrassé de son ministre des Finances, Oskar Lafontaine[52]. En 1983, le virage de Mitterrand en faveur d'une politique de la monnaie forte avait annoncé le départ des communistes de sa coalition au pouvoir. Plus loin dans le temps, comme le rappelait obligeamment le *Financial Times,* il y avait aussi eu le « Gouvernement national britannique en 1931[53] ». Tsipras serait-il le Ramsay MacDonald de la Grèce ? Au lendemain d'une nouvelle vague d'intimidation de la part de l'Eurogroupe lors du sommet de Riga le 25 avril, avec les encouragements actifs de Merkel, Tsipras écarte Varoufakis. Il conserve son poste de ministre des Finances, mais

ce serait désormais Euclide Tsakalotos, vice-ministre des Affaires étrangères chargé des questions économiques, qui prendrait la tête de la délégation grecque dans les négociations sur la dette. Ainsi les Grecs manquent-ils une nouvelle occasion de déployer leur arme de dissuasion.

Athènes commence à plier. Mais cette guerre de position qui dure depuis des mois coûte cher aux deux camps. Peut-être Merkel et Schäuble n'en perdent-ils pas le sommeil, mais Bruxelles a davantage investi dans l'idée de la bonne Europe. En mai, on peut croire que la troïka va flancher. La commission s'est entichée peu à peu du courageux Tsipras. Le gouvernement français veut épargner l'humiliation à la Grèce. Le FMI doute de la viabilité des exigences des créanciers. Il a fallu une rencontre à Berlin, le 1er juin, pour raffermir la résolution de la troïka et enfin mettre Syriza dos au mur[54]. Le FMI et la zone euro « ont surmonté leurs divergences d'opinion ». Les inquiétudes du Fonds en termes de viabilité sont apaisées quand Athènes doit imposer des réformes draconiennes à son marché du travail et à ses réglementations commerciales. Ce qui permettra aux créanciers de se livrer à des estimations optimistes quant à la croissance future et les soulagera de la nécessité de devoir s'engager dans l'immédiat au sujet d'une future annulation de la dette[55]. Du point de vue d'Athènes, c'est le pire résultat possible[56]. À Londres, les économistes de la City calculent que, à cause du plan des créanciers, l'économie grecque dégringolera de 12,6 % de plus d'ici à 2019, et que le ratio de la dette grecque grimpera au rythme ahurissant de 200 %. Comme le dit Wolfgang Munchau dans le *Financial Times,* la Grèce n'a rien à perdre en disant non. « Accepter le programme de la troïka serait un double suicide – pour l'économie grecque, et pour la carrière politique du Premier ministre grec[57]. »

S'agit-il d'un suicide, ou d'un assassinat ? Quand Athènes refuse de céder, l'Europe ne fait plus rien pour masquer sa volonté de saper la légitimité du gouvernement de Syriza aux yeux de sa propre population. Jean-Claude Juncker et le ministre

slovaque des Finances Peter Kazimir déclarent publiquement être en désaccord non avec le peuple grec, mais avec le gouvernement de Tsipras[58]. Ayant saisi l'allusion, des Grecs pro-UE et hostiles à Syriza appellent à un rassemblement le 18 juin par le biais de Facebook. Les unités antiémeutes de la police sont repliées. Le gouvernement évite tout affrontement avec la foule pro-UE. Mais la confiance en Syriza est ébranlée. La manifestation prouve que la gauche n'est pas la seule à pouvoir mobiliser des forces extraparlementaires. Les premiers mois du mandat de Syriza n'avaient produit que des résultats démoralisants, et il devenait difficile de savoir quel parti pouvait compter sur le soutien le plus actif de la population[59]. Au début du mois de juin, Tsipras et Tsakalotos cherchent de nouveau à obtenir un compromis. Athènes réaliserait les objectifs des créanciers en matière d'austérité en reportant l'âge de la retraite et en augmentant lourdement les impôts et les contributions sociales. Pendant quarante-huit heures, cette proposition suscite l'espoir que l'on va parvenir à un accord. Mais il reste des points litigieux. Tout en acceptant de gérer un énorme excédent budgétaire primaire, Syriza continue de défendre des « fondamentaux politiques », préconisant davantage d'impôts pour les riches et moins de réductions des prestations sociales. Ce qui répond aux exigences d'équité sociale, mais les créanciers affirment que cela « risque d'étrangler l'économie[60] ». De plus, ce que Syriza réclame en contrepartie, c'est un engagement préliminaire en faveur d'une restructuration de la dette. Or, sur ce point, l'Allemagne refuse de bouger.

Sans accès à la dernière tranche du programme de 2012, Athènes n'est plus qu'à quelques jours de la déclaration de faillite. Tentant désespérément de trouver plus de soutien, Tsipras prend une fois de plus tout le monde par surprise[61]. Le 27 juin, à 1 heure du matin, il annonce à la télévision qu'il appelle à un référendum. Ce sera au peuple grec de décider d'accepter ou de rejeter le mémorandum des créanciers. Tsipras, pour sa part, fait savoir qu'il fera campagne contre le mémorandum, et invite

la population à rejeter le « chantage de cet ultimatum[62] ». L'Eurogroupe en est horrifié. Merkel ne mâche pas ses mots : si le gouvernement d'Athènes fait campagne contre l'accord, il n'est plus question de compromis[63]. Le lendemain, dimanche 28 juin, la BCE presse la détente. Elle gèle son soutien d'urgence en liquidités destiné aux banques grecques à son niveau du moment. Le jour suivant, cela déclenchera une panique bancaire catastrophique. La BCE aurait pu aller plus loin. Elle aurait pu mettre carrément fin à l'assistance d'urgence et exiger le remboursement. Lors de la réunion de crise du comité de direction de la BCE, certaines voix se sont exprimées en faveur de mesures aussi draconiennes. Mais la puissance écrasante de la BCE met Draghi dans une position délicate[64]. En tant que membre de la troïka et principal fournisseur d'un soutien financier vital au système bancaire grec, la BCE est à la fois « juge, juré et bourreau[65] ». Draghi ne tient pas à donner l'impression qu'il accentue encore les tensions ou qu'il « aggrave délibérément le fardeau financier de la Grèce[66] ». Il est déjà assez brutal de priver Athènes de son soutien en liquidités. Pour éviter un effondrement immédiat, les banques grecques sont fermées de façon préventive, les retraits en liquide sont limités à 60 euros par jour et les contrôles des capitaux limitent leur fuite. Les déposants de la classe moyenne forment des files impatientes pour retirer leur argent. C'est le tollé dans les médias grecs privés. Les radicaux irresponsables de Syriza, clament-ils à leur public, ont précipité le pays dans le gouffre.

Les créanciers refusant aussi bien de négocier que de consentir à des concessions tant que les résultats du référendum ne seraient pas connus, le 30 juin, Athènes annonce qu'elle retarde le versement de ce qu'elle doit au FMI. Ce n'est pas qu'une simple question administrative. Le FMI est considéré comme le créancier super-senior des prêts internationaux. Étant en arriéré de paiement vis-à-vis du FMI, la Grèce se retrouve sur une liste qui inclue le Soudan, la Somalie, le Zimbabwe, l'Afghanistan et le Cambodge du temps des Khmers rouges[67]. Et

le volume de sa dette était sans précédent. La Grèce doit rembourser 26 milliards de dollars au FMI au cours des dix prochaines années.

Or, à cet instant crucial, le FMI ne réagit pas comme l'on aurait pu s'y attendre. À l'été 2015, le mécontentement que l'approche européenne de la crise grecque suscite au Fonds finit par éclater au grand jour. Entre un premier message sur le blog de son économiste en chef, Olivier Blanchard, à la mi-juin, et la publication officielle d'un article sur la viabilité de la dette grecque à la mi-juillet, la principale autorité financière de la planète déclare que la politique du « faire comme si » pratiquée depuis 2010 est intenable sur le plan tant économique que politique. La Grèce devra prendre de nouvelles décisions douloureuses, sans aucun doute, mais la troïka et l'Eurogroupe doivent cesser de prétendre que cela suffirait. Il faut envisager une restructuration de la dette[68]. Le 2 juillet, avec le soutien des membres américains de son conseil d'administration, et surmontant la réticence des représentants européens, le FMI publie un rapport préliminaire qui met en lumière l'absurdité totale des programmes proposés jusqu'à présent. Au lieu des 50 milliards d'euros de recette des privatisations prévus en 2012, la Grèce n'a touché que 3,2 milliards. Le programme en cours et toutes les variantes qui ont fait l'objet de marchandages depuis que Syriza est arrivé au pouvoir sont irréalistes. Personne de sérieux ne pouvait partir du principe que des excédents primaires de 4 %, d'énormes changements structurels et une croissance du PIB de 2 % par an étaient un scénario réaliste[69]. Après ce que le pays avait traversé depuis 2010, aucun parti politique grec ne pouvait décemment accepter la « paternité » d'un programme aussi draconien. Et si personne n'en endossait la paternité, il ne se réaliserait jamais. Le FMI appelle alors à au moins 50 milliards d'euros d'allègement de la dette, à une multiplication par deux du délai de remboursement, et à 36 milliards d'euros de financement à court terme pour permettre à la Grèce de survivre jusqu'en 2018[70].

Les Européens sont désagréablement surpris de voir les Américains accepter pareille solution. Début juin encore, lors du sommet convivial du G7 en Bavière, Obama a joué les alliés fidèles. Mais le fait que ce litige se soit exprimé aussi ouvertement est la preuve de la stabilité que l'Europe a désormais atteinte. La seule considération qui avait justifié l'implication du FMI dans le renflouement grec en mai 2010 avait été le risque d'une contagion systémique. Grâce à l'achat d'obligations de Mario Draghi, ce risque était écarté. Le FMI peut s'offrir le luxe d'afficher son opposition de principe sans craindre de conséquences pratiques. Il ne prendra pas de nouveaux engagements en faveur de cette démonstration d'autohypnose de la part de la zone euro. Toutefois, il s'abstient de faire la seule chose qui aurait fait peser de graves pressions sur Berlin. Il ne se retire pas de la troïka.

La population grecque, elle, est confrontée à des choix plus épineux. Osera-t-elle défier les créanciers ? Un vote en faveur du « non » signifiera-t-il la fin de la présence de la Grèce dans la zone euro, voire dans l'UE ? En dépit d'une campagne d'intimidation massive et déclarée, le 5 juillet, ils sont quand même 61,31 % à voter contre la proposition de la troïka. Sachant que le plan a entretemps été désavoué par le FMI, qui l'a jugé intenable, ce vote n'est pas tant un acte fou de désespoir politique qu'une affirmation courageuse et plus que nécessaire de sens commun. Mais les créanciers ne cèdent pas. Athènes a jusqu'au 12 juillet pour avancer une proposition encore plus austère et encore moins viable, sous peine d'être expulsée de la zone euro. Le 9 juillet, avec l'aide du Trésor public français, le gouvernement de Syriza met au point un nouveau programme, acceptant un compromis sur les réductions des prestations sociales et les hausses fiscales proposées par la commission, et l'associant à un appel à une modeste annulation de la dette et un nouveau crédit de 53 milliards d'euros. Pour l'aile gauche de Syriza, c'est une reddition honteuse. Varoufakis, qui démissionne au lendemain du référendum, rejoint l'opposition interne du

parti. Pendant ce temps, Tsipras se rend à Strasbourg dans l'espoir de se trouver des alliés au sein de l'UE. Le 10 juillet, il se présente au Parlement européen, où il est accueilli par un concert de sifflets approbateurs non seulement de la gauche, mais aussi de l'extrême droite. Les huées viennent du centre[71]. Le monde politique européen se scinde entre défenseurs du statu quo et une bande hétéroclite qui dénonce la zone euro comme étant une prison allemande.

Le samedi 11 juillet, leurs chefs devant se rencontrer le lendemain, les ministres des Finances se réunissent à Bruxelles pour un sommet préliminaire. Il devient rapidement évident que, loin de s'assouplir, la position de l'Allemagne s'est durcie. Si la Grèce veut rester dans la zone euro, elle doit faire la preuve de sa crédibilité en acceptant la création d'un fonds collatéral de 50 milliards d'euros constitué d'actifs nationaux grecs placés sous le contrôle direct des créanciers. Une fois cela mis en place, on pourra envisager d'autres prêts et une nouvelle tentative pour « faire comme si ». En revanche, si la Grèce choisit la voie de la souveraineté, Schäuble propose un délai de cinq ans pour qu'elle se retire de la zone euro, qui pourrait s'accompagner d'une restructuration de la dette et d'une aide « humanitaire[72] ». On évoque la livraison en urgence de médicaments aux hôpitaux du pays. Ce qui n'est pas mis sur la table, en revanche, c'est une redite de 2012, à savoir une restructuration en profondeur de la dette en même temps que le maintien de la Grèce dans la zone euro. C'est une chose d'imposer une décote aux banques, c'en est une autre que de l'imposer au contribuable allemand. La Grèce doit partir. Mais que se passerait-il dans ce cas ? Et si la Grèce acceptait le délai de cinq ans pour son retrait ? Cela réduirait le fait d'être membre de la zone euro à un statut conditionnel. Qui empêcherait alors Schäuble de proposer à l'Italie ou à l'Espagne de se retirer ? Pour les Français, c'est inadmissible[73]. Les Allemands se voient comme les trésoriers de l'Europe, mais la France aussi paierait un lourd tribut dans l'éventualité d'une rupture grecque. Les Français ont travaillé en étroite

collaboration avec Athènes à la rédaction de sa dernière proposition de compromis. Que Schäuble vient tout simplement de balayer d'un revers de main.

Afin de détendre l'atmosphère, Michel Sapin, le ministre français des Finances, suggère qu'ils « se lâchent et se disent tous leurs quatre vérités pour relâcher la pression [74] ». La thérapie de groupe ne fonctionne pas vraiment. La conversation qui s'ensuit a été décrite par un des participants comme « extrêmement dure, presque violente ». De façon significative, l'affrontement dépasse le cadre des intérêts nationaux. Selon les termes du jeune ministre français de l'Économie Emmanuel Macron, la Grèce est en train de déclencher une véritable guerre civile européenne, une « guerre de religion », avec dans un camp les Nordiques, les Européens de l'Est, l'Allemagne et les Pays-Bas, et dans l'autre, l a France, l'Italie, l'Espagne et le reste[75]. L'affaire atteint son pénible paroxysme quand Schäuble et Draghi s'affrontent bille en tête et que le ministre allemand des Finances finit par cingler qu'il n'est « pas un idiot ». À ce stade, Dijsselbloem estime qu'il est plus sage de lever la séance. Ce serait aux chefs de gouvernement qu'il incomberait de parvenir à un accord le lendemain.

Quand le sommet tant attendu débute dans l'après-midi du dimanche 12 juillet 2015, malgré la présence de toute l'Union, les négociations n'impliquent que quatre acteurs : Merkel, Tsipras, conseillé par son nouveau ministre des Finances, Donald Tusk, en tant que président du Conseil européen, et Hollande, qui représente en fait les intérêts plus généraux des autres États membres. Les négociations furent laborieuses, douloureuses. Merkel renonce à l'inquiétante proposition de retrait formulée p a r Schäuble, mais s'accroche au fonds de garantie. Tsipras approuve ce dernier, mais ne peut accepter qu'il soit géré depuis Bruxelles ou le Luxembourg. Puisqu'il contrôlera des actifs grecs, il doit siéger à Athènes. Comme le remarque Hollande, « c'était une question de souveraineté[76] ». Merkel y consent. Le fonds sera installé en Grèce et pourra au besoin servir à recapitaliser les banques du pays, ainsi qu'à d'autres investissements

domestiques. Mais même avec ce compromis, aucun accord n'a encore été conclu au matin du lundi 13 juillet. À 7 heures, au bout d'une longue nuit de pourparlers, Merkel et Tsipras divergent de 2,5 milliards d'euros. Tous deux veulent apparemment se retirer, épuisés et exaspérés. C'est à ce moment fatidique qu'intervient Tusk. Les deux parties peuvent quitter la discussion, mais si elles le font, il n'hésitera pas à proclamer au monde entier qu'elles ont laissé « l'Europe échouer » à cause de ce qui n'est, tout bien réfléchi, qu'une somme relativement modeste. Ce n'est pas la perspective d'un désastre économique qui fait reprendre conscience à Merkel, mais les probables retombées politiques d'un départ de la Grèce. Quand vient le moment de prendre une décision, elle ne s'estime plus liée par la logique financière. Elle ne tient pas à être la chancelière qui aurait « cassé l'Europe ». C'est plus important que de résoudre enfin la question de la dette grecque. Elle fait donc des concessions. L'Allemagne approuvera un renflouement supplémentaire. La Grèce obtiendra de nouveaux prêts de l'Europe, d'un montant total de 86 milliards d'euros. En échange, Athènes acceptera que l'on empiète sérieusement sur sa souveraineté. On lui ordonne d'imposer de nouvelles coupes dans les quarante-huit heures. Le Parlement grec n'a plus vocation qu'à approuver sans broncher.

Il n'y a pas eu de rupture. La Grèce est toujours membre de la zone euro. L'Europe a retrouvé sa capacité à agir ensemble d'une façon assez brutale. La BCE a fait la preuve de la force pacificatrice de l'intervention d'une banque centrale. Athènes est maintenue sur la voie des « réformes » réclamées par la troïka. Mais comme la démarche du FMI l'a bien montré, c'est autant une question de politique que de gestion de crise financière. Les créanciers européens ont obstinément refusé de débattre du seul sujet qui comptait – la restructuration de la dette. Ce qui se joue, ce n'est pas la performance macroéconomique, mais la reprise en main disciplinaire d'un membre égaré de la zone euro. Protégé de la contagion financière, un accord financier conservateur a été ostensiblement imposé à un gouvernement de

gauche majoritairement soutenu par son électorat. Le passage « libérateur » de la BCE à l'assouplissement quantitatif a eu un effet pervers : il a permis au « faire comme si » et à l'austérité qui en était indissociable de continuer.

IV

Créé par des sympathisants de Syriza à Barcelone dans la nuit du 12 au 13 juillet, #thisisacoup [#cestuncoupdetat] se répand comme une traînée de poudre sur Twitter, repris par 377 000 utilisateurs dans le monde entier en l'espace de quelques heures, et suscitant un milliard de réactions en quelques jours[77]. Pendant ce temps-là, e n Grèce, des membres de la Plateforme de gauche, sous la direction de Panagiotis Lafazanis, ancien ministre de l'Énergie et de l'Environnement, se retrouvent à l'hôtel Oscar dans la nuit du 14 juillet pour discuter de la mise en œuvre éventuelle du Grexit proposé par Schâuble, et que Merkel, Tusk, Hollande et Tsipras ont tout fait pour empêcher. C'était une erreur de ne pas avoir déjà rompu avec Bruxelles dès février. Maintenant, avant que les portes de la prison ne se referment à nouveau, il faut provoquer une rupture, au besoin par des moyens radicaux. Leur objectif est la Monnaie nationale où, pensent-ils, sont conservés 22 milliards d'euros en réserve, assez pour couvrir les retraites et d'autres factures vitales du gouvernement le temps de lancer une nouvelle devise nationale. Si le gouverneur de la banque centrale, Yannis Stournaras, résiste, comme ils s'y attendent, ils le feront arrêter. Cette réunion n'a rien de clandestin. Des journalistes sont amassés devant l'hôtel. Il est difficile de savoir dans quelle mesure il faut prendre au sérieux ce genre de discussion. Mais comme l'a raconté un des participants : « C'était un moment de grande tension. […] On pouvait […] sentir une ambiance véritablement révolutionnaire dans la pièce[78]. » De révolution il n'y aura pas. Tsipras et les éléments modérés de Syriza font passer les mesures au Parlement. L'aile gauche se détache du parti, et subit un camouflet aux législatives de septembre, qui confortent Tsipras aux commandes. Il se retrouve avec une majorité virtuellement intacte, et le nouvel accord de prêt en place. Un grand nombre de Grecs, s'est-il avéré, souhaitaient rester dans la zone euro, même si cela voulait dire continuer à être supervisés par la troïka.

Dans toute l'Europe, les centristes sont choqués par la violence des affrontements de juillet. Donald Tusk, qui a suivi de près le dernier cycle des négociations, est d'accord avec les radicaux grecs. L'humeur est décidément à l'impatience révolutionnaire. Du point de vue de Tusk, libéral de l'époque de la guerre froide et vétéran de Solidarnosc, tout cela est très inquiétant. « Trop de Rousseau, pas assez de Montesquieu », déclare-t-il devant un parterre de journalistes financiers médusés[79]. Jürgen Habermas, ce qui se rapprochait le plus des penseurs des Lumières dans l'Europe du XXIe siècle, est horrifié. Merkel a « infligé un châtiment » au gouvernement grec de gauche, affirme-t-il au *Guardian*. « Je crains que le gouvernement allemand, y compris sa faction sociale-démocrate, ait dilapidé en une nuit tout le capital politique qu'une meilleure Allemagne avait accumulé en un demi-siècle. » L'Allemagne s'était « scandaleusement révélée comme le principal garde-chiourme de l'Europe et [avait] revendiqué ouvertement pour la première fois l'hégémonie en Europe[80] ».

Il est certes évident que Merkel et Schäuble ont parfaitement joué la partie, mais qu'ont-ils vraiment obtenu en retour ? Ce qui chagrine la droite allemande, ce n'est pas la brutalité des rencontres avec la Grèce, mais le piètre gain de Berlin dans l'affaire. Qui, en fin de compte, l'a emporté lors des réunions décisives du 12-13 juillet 2015 ? Certainement pas Schäuble, lâché par sa propre chancelière. Ce qui s'est imposé, c'est la volonté de « préserver l'Europe » au prix d'un nouvel accord de renflouement non viable. Aux yeux de la droite allemande, Merkel a trahi l'Allemagne dans la crise grecque, ce qui annonçait une trahison encore plus désastreuse, de leur point de vue, sur la question des réfugiés syriens à l'automne. Le gagnant, c'est l'AfD, le parti de l'ultradroite favorable aux marchés, né en avril 2013 pour protester contre les incessantes concessions de Berlin dans la crise de la zone euro. Comme le dit un Schäuble grinçant, l'ascension de l'AfD est à 50 % due à Draghi. Les 50 % restants, faut-il supposer, sont à attribuer à sa patronne et son

attitude de gauche vis-à-vis des Syriens[81]. Schäuble est tout sauf un xénophobe. Les enjeux, historiques, sont élevés. Ce que Merkel compromet, avec ses concessions indécises, c'est la mission historique de la CDU : la nécessité de juguler le nationalisme allemand et le lier à l'Europe.

La droite allemande discerne certaines choses avec clarté. Elle comprend que, aussi puissante qu'elle soit, la domination allemande est au mieux incomplète. Ce qui a stabilisé la zone euro en 2012, c'est la décision, prise à reculons, d'aller vers davantage d'intégration, appuyée par les marchés qui croyaient que Draghi avait enfin entrepris « d'américaniser » la BCE. Une fois encore, en 2015, ce n'est pas juste le conservatisme allemand qui a triomphé. Si Syriza a été bloqué, c'est immanquablement aussi grâce à l'assouplissement quantitatif. Comme cela avait été le cas aux États-Unis, c'était un système d'une complémentarité perverse. L'austérité sans assouplissement quantitatif aurait eu un effet paralysant en termes économiques. L'assouplissement quantitatif sans l'austérité aurait été politiquement insupportable pour les conservateurs[82]. Durant le second semestre 2015, on a compris à quel point ces deux éléments étaient étroitement associés, alors que les tensions nées de la crise de la zone euro continuaient de semer le chaos dans la politique européenne. Le front anti-Syriza au sein de l'Eurogroupe a de quoi s'inquiéter. Au Portugal en octobre, puis en Espagne en décembre 2015, les élections portent de rudes coups aux partis conservateurs et centristes qui défendaient la ligne de l'austérité depuis 2010.

Lors des législatives espagnoles de décembre 2015, le système à deux partis reposant sur la droite et les socialistes, qui avait façonné la transition vers la démocratie après la mort du général Franco en 1975, implose. Les conservateurs dégringolent à 28 % et les socialistes à 22 %, et les deux formations traditionnelles ne représentent plus que la moitié de l'électorat[83]. La majorité du reste se partage entre deux partis absolument nouveaux, Podemos et Ciudadanos. Podemos obtient 20,7 %, une déception

par rapport aux plus de 30 % qu'il avait enregistrés dans les sondages peu après sa création en 2014. Sa base s'est effritée en 2015 entre à cause du traitement sans merci infligé à Syriza, mais aussi à cause de l'avènement de Ciudadanos, un parti encore plus jeune, qui se définit comme « progressiste » et affiche un programme de libéralisme social, culturel et économique. Podemos et Ciudadanos promettent l'un et l'autre un assainissement de la vie politique pour lutter contre la corruption. Malgré leur réussite dans l'isoloir, le résultat des élections reste indécis. Aucun camp ne dispose d'une majorité assez nette pour gouverner. Le fossé entre les socialistes et Podemos est trop profond pour permettre la mise en place d'un gouvernement de gauche. En 2016, à l'issue d'un second tour, Rajoy, le Premier ministre de droite, bien qu'en difficulté, peut se maintenir au pouvoir. Avec son économie ressuscitée d'entre les morts, l'Espagne, comme l'Irlande, sera saluée comme le porte-étendard des politiques d'ajustement de l'austérité.

Au Portugal, la reprise économique a été plus lente. Contrairement à l'Espagne, il a été frappé de plein fouet par un programme complet de la troïka. En 2015, son chômage des jeunes frise les 60 %, et le chômage à long terme flirte avec les 40 %. Le PàF, la coalition de centre-droite dirigée par Pedro Passos Coelho, arrivé au pouvoir en juin 2011, a mené le dur combat pour la stabilisation de la zone euro. Au début de la campagne électorale, on a pu croire que le PàF allait au-devant d'une défaite cuisante. Mais les difficultés de la Grèce et la protection assurée par l'assouplissement quantitatif de la BCE contribuent à faire pencher la balance. Le 4 octobre 2015, Coelho et le PàF voient leurs voix chuter de 12 % par rapport à leur résultat de 2011. Mais avec 38,6 %, ils restent encore loin devant les socialistes et leurs 32,3 %. Soulagé, le président Cavaco Silva, économiste financier conservateur, invite Coelho à former un nouveau gouvernement. Mais si le PàF l'a emporté, il est bien loin de disposer d'une majorité viable. Les socialistes, eux, en dépit de leur résultat décevant, ont d'autres options. S'ils sont

prêts à s'allier avec le Bloc de gauche radical, équivalent portugais de Syriza, et la Coalition démocratique unitaire, ex-communistes, ils détiendraient la majorité. Pour mettre en place cet alignement, il faut passer outre les tabous de la guerre froide et les conventions de la démocratie portugaise depuis la fin de la dictature dans les années 1970. Comme c'est le cas en Allemagne pour le SPD et Die Linke, les socialistes portugais ont jusque-là refusé de traiter avec les anciens communistes. Mais après des années d'austérité, Antonio Costa, le chef du PS, se jette à l'eau, et entame des négociations pour former un gouvernement de gauche à trois partis[84].

Comment réagirait le président Silva ? C'est un terrible dilemme pour lui. Comme il l'avoue avec une franchise remarquable : « En quarante ans de démocratie », jamais les gouvernements portugais n'avaient dépendu des partis de la gauche radicale, qui remettaient en question le traité de Lisbonne, le traité budgétaire de l'UE, l'union bancaire, le pacte de stabilité et de croissance, l'intégration à la zone euro et à l'OTAN[85]. Le président n'en fait pas mystère, de son point de vue, n'ont le droit de gouverner le Portugal que ceux qui s'engagent à respecter ces institutions et les valeurs qu'elles incarnaient. À cela s'ajoute, en 2015, un autre corollaire. L e Portugal doit répondre aux critères d'inclusion dans le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE. C'était l'achat d'obligations de Draghi qui avait protégé le Portugal de l'ouragan grec. L'éligibilité pour le programme de la BCE est quant à elle fonction, par décret de la BCE, du classement des agences de notation internationales. Les plus connues d'entre elles, Fitch, Moody's et Standard & Poor's, ont toutes rétrogradé l e Portugal au statut d'économie à haut risque en 2011. La seule exception est DBRS, la moins célèbre des agences de notation internationales. C'est de la notation de DBRS que dépend la présence du Portugal dans le « club respectable » de l'Europe[86]. S'il est éjecté du programme de la BCE, cela aurait des conséquences financières catastrophiques, ce qui, pour

le président Silva, a des implications évidentes. « C'est le pire moment pour un changement radical des fondations de notre démocratie, affirme-t-il. […] Après avoir mis en œuvre un coûteux programme d'assistance financière, avoir consenti de lourds sacrifices, il est de mon devoir, conformément aux pouvoirs qui me sont impartis par la Constitution, de faire tout mon possible pour éviter que ne soient adressés de mauvais signaux aux institutions financières, aux investisseurs et aux marchés[87]. »

Comme il fallait s'y attendre après les événements en Grèce, Angela Merkel est prompte à faire savoir qu'elle l'approuve. La perspective d'une coalition anti-austérité de gauche à Lisbonne est « très négative[88] ». Mais quelles solutions s'offrent au président Silva ? Il ne peut certes pas convoquer de nouvelles élections alors qu'un gouvernement est déjà prêt à entrer en fonction. Le 24 novembre, Silva accepte l'inévitable et nomme Costa Premier ministre. Mais il ne se contente pas non plus de laisser jouer le principe de majorité. Au lieu de cela, dans le cadre d'un accord douteux sur le plan constitutionnel, il impose des conditions à la nomination de Costa[89]. Le gouvernement doit respecter les engagements du Portugal envers le pacte de stabilité de l'Union Européenne, qui veut que tous les membres de la zone euro ramènent leurs déficits budgétaires à moins de 3 % de leur PIB. Il doit rester dans l'OTAN. Il doit poursuivre la restructuration du système bancaire portugais en difficulté, comme prévu. Il doit limiter le rôle des syndicats dans la formulation de la politique du gouvernement, et respecter l'équilibre existant entre employeurs et main-d'œuvre. Schäuble avait déclaré que la politique économique ne pouvait être le jouet des élections. Un avis que partage sans ambages le président portugais. Sous la supervision du président, des gouvernements créanciers de l'UE, de la BCE, des agences de notation et des marchés obligataires, la coalition de gauche prend ses fonctions. Ce qu'elle pourrait entreprendre avec son pouvoir politique, dans la mesure où la démocratie portugaise dans le cadre de la zone euro pouvait faire autre chose que « comme

si », dépendrait de sa capacité à manœuvrer en dépit des contraintes qui lui étaient imposées. Au moins, contrairement à la Grèce, l'arithmétique de la dette du Portugal ne le condamnait pas dès le départ.

V

Dans les États membres de la zone euro faibles et dépendants, la tactique de la pression financière a fonctionné contre des gouvernements de gauche. Le projet de discipline politique et économique de l'Eurogroupe a prévalu. En dépit de leurs fanfaronnades et de l'authentique enthousiasme qu'ils ont suscité tant chez eux qu'ailleurs, les gouvernements de Tsipras et Costa ne promettent pas la révolution. Ils promettent une autonomie nationale, la fierté retrouvée et surtout une amélioration sociale. Cela les a rendus vulnérables à la menace d'une suffocation économique immédiate. Après tout, à quoi bon bénéficier d'une petite augmentation de sa retraite ou de listes d'attente moins longues pour des logements sociaux si le blocage de l'assistance en liquidités de la BCE vous empêchait de retirer de l'argent à la banque ?

Mais la gauche n'est pas la seule à remettre en cause le statu quo dans l'UE. Occultée par le bras de fer avec la Grèce, la vague nationaliste qui a submergé les élections parlementaires européennes de mai 2014 rassemblait ses forces. En 2014, c'étaient le FN, l'UKIP et le Parti du peuple danois qui avaient fait les gros titres. Un an plus tard, le parti conservateur britannique remporte par surprise la majorité absolue aux législatives de mai 2015. Les conservateurs britanniques sont une vaste chapelle. David Cameron avait fait sortir son parti du bois de l'opposition au nom de la modernisation culturelle. Mais l'aile droite du parti appartient solidement au camp nationaliste – obsédé par la souveraineté, l'immigration et le traditionalisme patriotique[90]. Plus à droite encore rôdent les frondeurs de l'UKIP anti-UE, exclus de Westminster, mais vainqueurs des Européennes de 2014. Quelques semaines après la victoire des conservateurs britanniques, le parti Droit et justice remporte la présidentielle polonaise avec un programme ouvertement nationaliste et conservateur sur le plan culturel[91]. Les nationalistes polonais sont eux aussi hostiles aux intrusions de Bruxelles et à la menace de

la « domination » allemande. Durant l'été et l'automne 2015, le drame de la crise des réfugiés syriens et la réaction bien intentionnée mais maladroite d'Angela Merkel ont attisé les flammes nationalistes. L'Allemagne ne se contentait pas de donner des ordres aux autres, elle ouvrait les portes à l'invasion étrangère. Pour les démagogues nationalistes, c'est une double bénédiction. À l'automne 2015, Droit et justice prend également le contrôle de la Diète et du gouvernement.

Ensemble, la Pologne et le Royaume-Uni représentent 100 millions de citoyens de l'UE, 20 % du total, et leurs gouvernements tendent la main aux éléments les plus europhobes et eurosceptiques. Une évolution inquiétante pour Bruxelles, mais dont les ramifications vont encore plus loin. Historiquement, le Royaume-Uni est le principal allié des États-Unis en Europe, tant dans l'OTAN qu'en tant que point d'ancrage du système transatlantique de l'eurodollar. Depuis le début des années 2000, la Pologne a été à l'avant-garde de la « nouvelle Europe » chère à Donald Rumsfeld. Elle est l'État d'Europe de l'Est le plus étroitement aligné sur le projet géopolitique de l'Amérique. Plus tôt dans l'année, Syriza a vainement tenté d'obtenir des moyens de pression en Europe en invitant des acteurs planétaires à s'intéresser à son sort. Les États-Unis, la Chine et la Russie ont tous décliné. Ils refusaient d'intervenir dans la sphère d'influence de l'Allemagne. La Pologne et le Royaume-Uni représentaient des défis autrement plus graves pour le statu quo européen.

Chapitre 23

LES PROJETS DE LA PEUR

Le début de l'année 2016 voit le gouvernement nationaliste de Varsovie chercher des noises à Bruxelles à propos de la liberté de la presse, l'indépendance de la justice et le droit à l'avortement. Dans sa volonté de se dresser contre l'UE, il peut compter sur le soutien bruyant de la « démocratie illibérale » autoproclamée de Viktor Orban, en Hongrie. De son côté, le gouvernement britannique exige l'ouverture de négociations sur des dérogations quant aux projets européens à venir. Le Premier ministre britannique fait savoir à Bruxelles qu'il serait ravi d'épouser une position proeuropéenne. Mais dès le départ, Cameron adopte une approche d'un mercantilisme déconcertant. S'il n'obtient pas les concessions qu'il réclame, il prendra la tête de la campagne contre l'appartenance à l'UE lors d'un référendum prévu à l'été 2016.

Les représentants de cette opposition de droite ont pour dénominateur commun le nationalisme et la xénophobie. Mais, contrairement aux dirigeants de Droit et justice, Cameron est dans une position inconfortable. Il se débat pour concilier une lame de fond populiste soulevée par les propagandistes de son propre parti et un projet plus général de mondialisme capitaliste. Depuis les années 1970, l'appartenance à l'UE avait façonné la modernisation compétitive de l'économie britannique. Les conservateurs, comme tout autre parti, avaient participé à cet élan. La City, sous sa forme du XXIe siècle, est devenue l'un des éléments clés de la relation entre Londres et l'UE. Son lien offshore avec la zone euro a déterminé tant la place de la Grande-Bretagne que celle de l'Europe dans les réseaux de la mondialisation financière, ainsi que leurs relations aux États-Unis. Et maintenant, en prenant le pari,

incroyablement risqué, de canaliser et maîtriser la politique du nationalisme populiste, le gouvernement conservateur remettait en jeu la position de Londres en tant que nœud stratégique de l'économie planétaire.

I

Moins de dix ans plus tôt, la City avait encore le vent en poupe. Elle était le joyau précieux de la couronne économique du New Labour. Elle était le viatique assurant à Londres son importance mondiale, le modèle auquel aspiraient les dérégulateurs de Wall Street, le site de choix pour la finance planétaire ultrarapide et de haut niveau. Le choc de 2008 n'en avait été que plus traumatisant. La City était devenue un lieu de crise et d'échec[1]. Des dizaines de milliers de personnes perdirent leur emploi. Les deux banques les plus résistantes du Royaume-Uni – la Barclays et HSBC – éludèrent le plan de recapitalisation tant vanté de Brown. Ce qui ne laissa au gouvernement d'autre choix que de nationaliser non seulement Northern Rock, mais aussi Lloyds-HBOS et RBS. Dans le sillage de la crise, le « rééquilibrage » devint une priorité tant pour les travaillistes que pour le gouvernement de coalition qui leur succéda[2]. La loi bancaire britannique allait bien au-delà de Dodd-Frank. La FSA autrefois citée en exemple a été abolie. La supervision bancaire a été réincorporée à la Banque d'Angleterre. Le nouveau concept de politique macroprudentielle ne permet pas de faire une distinction pratique entre les fonctions de réglementation et de politique économique. La loi sur la réforme bancaire de 2013 redistribuerait les fonctions bancaires tout en isolant l'activité commerciale. Les services financiers n'ont plus leur place dans la légende de la réussite nationale britannique.

Mais contrairement à Wall Street, durcir la réglementation des banques britanniques ne veut pas dire juguler la City. La City n'est pas d'abord et avant tout un centre financier national. C'est au niveau mondial que se situent ses activités. La conférence de Londres du 26 juillet 2012, durant laquelle Draghi avait tenu son célèbre discours, avait été un événement destiné aux investisseurs mondiaux, une sorte de vitrine pour la City. Avant les Jeux Olympiques, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mervyn King, avait filé la métaphore sportive. La City, avait-il souligné,

était comme le All England Lawn Tennis and Croquet Club, organisateur du tournoi de Wimbledon[3]. Le décor est fondamentalement anglais, mais c'est une compétition internationale. Si King n'entra pas dans les détails, on pouvait aisément déduire de sa comparaison que les banques britanniques étaient à la City ce qu'était à Wimbledon l'équipe britannique de tennis, éternellement en difficulté. Elles étaient une obsession nationale. Il leur arrivait parfois d'accoucher d'un champion, mais ce n'étaient ni elles, ni le reste de l'économie britannique qui attiraient le public.

La City moderne s'était édifiée sur le système de l'eurodollar. Grâce à la Fed, ce dernier avait survécu à la crise. Mais les régulateurs américains comprenaient le rôle de Londres en tant que plateforme pour certains des risques les plus extrêmes accumulés par les banques américaines. Comme le dit un régulateur américain de haut rang devant une commission du Congrès en 2012, les États-Unis ont laissé leurs risques migrer vers Londres, tout cela pour les voir « revenir s'écraser sur nos rives[4] ». Dans l'ample cadre de Dodd-Frank, les régulateurs américains resserrent maintenant sévèrement les réglementations des banques étrangères aux États-Unis, et des banques américaines à l'étranger[5]. Les banques européennes qui ont incarné à la perfection la connexion entre la City et Wall Street, la Barclays, la Deutsche Bank et autres UBS et Crédit Suisse, subissent d'énormes pressions. En 2015, de toutes les banques européennes qui ont autrefois joué des coudes pour atteindre le sommet du classement à Wall Street, seule la Deutsche Bank est encore en course pour une place de choix dans la banque d'investissement au niveau mondial. Et pour la plupart des observateurs, c'est surtout la manifestation de son désespoir[6]. Deutsche n'a aucune activité saine sur laquelle se replier. Dans l'ensemble, le trafic s'effectuait des États-Unis vers l'Europe. Toutes les grandes banques américaines ont encore une présence importante à Londres. Mais, signe des temps, en 2014, Wall Street est pour la première fois classé au-dessus de

l a City en tant que plateforme bancaire mondiale dans le rapport, très suivi, du Z/Yen Group[7].

Comment Londres pouvait-elle reprendre la main ? Au lendemain de la crise, les principales concurrentes des banques mondiales américaines ne sont pas européennes, mais asiatiques. HSBC est la banque « britannique » qui s'en est le mieux tirée. Aiguillonnée par la pression de la concurrence, Londres se lance dans un remarquable pari du XXIe siècle. Comme elle l'avait fait pour les États-Unis, la City se redéfinirait en tant que portail financier de la Chine sur le monde[8]. En faisant l'impasse sur la géopolitique de la compétition entre Washington et Pékin, l'établissement de relations privilégiées avec la Chine redonnerait tout son mordant à Londres. Au printemps 2012, la City of London Corporation démarre un projet visant à faire de la City un centre vital des échanges en renminbi. Ce qui a pour résultat une succession de premières spectaculaires. Dès 2012, HSBC a émis la première obligation en RMB, et Londres représente 62 % de tous les paiements en RMB hors de Chine. En juin 2013, pour étayer le développement des affaires en RMB, la Banque d'Angleterre conclut un accord de *swap* avec la Banque populaire de Chine (BPC). Pékin accorde aux gestionnaires de fonds basés à Londres le privilège d'être les premières sociétés occidentales à pouvoir investir directement dans des parts en RMB. En octobre 2014, le Trésor britannique lui-même émet des obligations d'un montant de 3 milliards de RMB[9]. Longtemps, les États-Unis avaient emprunté à la Chine. Désormais, le Royaume-Uni emprunterait dans la devise chinoise.

Pour justifier sa décision, la Banque d'Angleterre cite explicitement les marchés en eurodollars des années 1970. La différence, bien sûr, étant qu'en favorisant l'émergence du marché de l'eurodollar, Londres a permis à la finance internationale d'échapper aux réglementations des gouvernements. Alors qu'en facilitant l'internationalisation du renminbi, la City et le gouvernement britannique travaillent

main dans la main avec les autorités de Pékin. Londres tient à ce que cette relation soit normalisée. La Chine est un marché émergent stratégique. L'internationalisation entraînera une libéralisation. Cette approche ignore le fait que tant les États-Unis que la Chine sont aux prises pour occuper une position géoéconomique dominante. Ce qu'a révélé au grand jour la proposition chinoise de créer la Banque asiatique d'investissement pour les infrastructures. La réaction ulcérée de Washington, face à l'impatience de Londres de rejoindre la banque chinoise, est révélatrice.

La décision de Londres est donc audacieuse, et ce d'autant plus quand on considère le contexte plus général dans laquelle elle se place. Dans les années 1980, la Grande-Bretagne s'était positionnée de façon comparable en tant qu'entrepôt pour les investissements japonais – de la part aussi bien des banques que des producteurs japonais. La Grande-Bretagne dans son rôle de portail pour les IDE au niveau mondial se faisait la voix de la libéralisation du marché au sein de l'UE. Au XXIe siècle, le fait de jouer entre les Américains et les Russes dans le domaine des services financiers pouvait être comparé à la position de l'Allemagne en tant qu'exportateur mondial de haute technologie. Lors de sa visite à Pékin en 2013, Cameron exprime une opinion qui semble aller en ce sens. Il vante les mérites d'un partenariat avec une Grande-Bretagne occupant « une position exceptionnelle pour permettre un approfondissement des relations entre l'UE et la Chine dans le secteur des échanges et des investissements » et défend l'idée d'un « accord de libre-échange ambitieux et exhaustif entre la Chine et l'UE[10] ». Il devient donc d'autant plus urgent de se poser la question : la position du Royaume-Uni dans l'UE est-elle vraiment solide ?

La crise de 2008 a marqué une rupture dans les relations de Londres avec l'UE. Quand l'économie britannique a sombré dans la récession, la population a commencé à éprouver de l'hostilité envers l'Union. Et les conservateurs dans l'opposition n'ont rien fait pour atténuer ce sentiment. L'énorme afflux de migrants

venus d'Europe de l'Est accueilli par les gouvernements Blair et Brown constitue un excellent bâton avec lequel battre les travaillistes. Une fois que la coalition emmenée par les conservateurs a commencé à imposer son programme d'austérité, le stress auquel l'immigration est censée soumettre les NHS et les services sociaux a servi de paratonnerre. La croissance déséquilibrée de la Grande-Bretagne a encore accentué ce sentiment de frustration. Alors que les secteurs de production de l'économie britannique – l'industrie, le bâtiment, etc. – stagnent, entre 2010 et 2014, les services financiers ont grimpé de 12,4 %[11]. Entraînés par la richesse de la City, à Londres et dans ses environs, les prix de l'immobilier ont crevé le plafond et augmenté de 50 % entre 2013 et 2016, dépassant de façon spectaculaire la croissance dans le reste du pays. Londres est devenue la métropole cosmopolite mondiale par excellence, domaine de prédilection des oligarques. En termes économiques, le « rééquilibrage » est un mythe. Mais pas en termes politiques. Dans tout le Royaume-Uni ou presque, l'affluence cosmopolite de Londres suscite une profonde antipathie. Pour les éditorialistes conservateurs proches de l'UKIP, « Londres est aujourd'hui synonyme de gens éloignés qui n'ont aucune idée des problèmes du pays[12] ». Londres est une capitale de ces élites, Bruxelles en étant une autre. Le *Daily Express,* tabloïde populiste, a démarré sa campagne en faveur du Brexit dès novembre 2010, et il est le premier quotidien à s'aligner sur l'UKIP[13]. En octobre 2011, au paroxysme de la crise de la zone euro, quatre-vingts députés conservateurs d'arrière-ban rompent avec le gouvernement, et réclament un référendum sur le traité de Lisbonne ainsi que sur d'autres changements constitutionnels de l'UE[14]. À l'automne 2011, les sondages montrent qu'à peine un tiers de l'électorat britannique est en faveur du maintien dans l'UE, et que 50 % y sont opposés[15].

Si l'aile modernisatrice et proche des grandes entreprises du parti conservateur espère rester aux commandes, il est clair qu'il faut résoudre la question européenne une fois pour toutes.

D'autant que les pressions viennent de deux côtés – de l'extérieur autant que de l'intérieur[16]. La réaction à la crise en Europe paraît menaçante pour Londres. Comme d'habitude, l'ennemi, ce sont les Français. Sarkozy et Trichet semblent déterminés à écarter la City, qu'ils considèrent comme une source d'instabilité financière, du centre de la finance dominée par l'euro. Tandis que les gouvernements d'Europe se démènent pour endiguer la crise de la zone euro, comment ne pas trouver étrange que la plupart des opérations en euros et l'essentiel des transactions en dérivés libellés en euros se déroulent à Londres ? Beaucoup d'États membres se disent ouverts à l'idée d'une taxe sur les transactions financières. Dans les rangs de l'opposition, aussi bien les socialistes français que le SPD en sont de fervents partisans. Compte tenu de la faiblesse politique de ses partenaires de coalition, Merkel ne peut se permettre de les ignorer. Une étude mandatée par la Commission aboutit à la conclusion inévitable qu'une taxe de ce type produirait 62 % de ses revenus, voire plus, dans la City.

Ce sont ces tensions qui, en décembre 2011, dégénèrent en cet affrontement lamentable entre le Royaume-Uni et le reste de l'UE à propos du contrat fiscal. De manière révélatrice, Cameron s'est rendu à Bruxelles pour ces discussions de la dernière chance sur la zone euro dans un but précis, protéger la City[17]. Les plans mis en avant par Van Rompuy, qui préconise davantage d'intégration, y compris par le biais des euro-obligations, sont inacceptables tant pour Berlin que pour Londres. Aussi Cameron pense-t-il qu'il tient là la base d'un accord. En échange de son soutien pour bloquer les projets fédéralistes, Merkel ne peut que garantir à Cameron d'exempter la City de toute réglementation onéreuse. Le Premier ministre britannique se trompe lourdement. Pour surmonter la crise de la zone euro, Merkel a besoin de Sarkozy et du SPD au Bundestag bien plus qu'elle n'a besoin de Cameron. S'estimant trahi, Cameron met son veto à l'accord, ce qui le fait passer pour un lobbyiste mesquin de la City[18]. Et dans le même temps, le grandiose contrat fiscal de

Merkel et Sarkozy est réduit au rang de marchandage intergouvernemental.

Le bras de fer est géré de façon absolument déplorable par Cameron, mais il n'est pas dépourvu de logique. Pour reprendre en main la crise de la zone euro, Berlin et Paris doivent effectivement envisager une plus grande intégration fiscale et financière. À chaque réunion du Conseil européen, du G20, du G8, en public et en privé, le gouvernement britannique lui-même appelle à l'application de cette logique à la zone euro[19]. Pour les économistes du monde anglophone, c'est une nécessité fonctionnelle tout simplement inévitable. Le « quoi qu'il en coûte » de Draghi a été accueilli avec un profond soulagement. Mais si la consolidation de la zone euro est une nécessité, elle a de graves implications du point de vue des dirigeants du parti conservateur. L'union bancaire et une union fiscale sont des principes inacceptables aux yeux d'une portion importante de l'opinion publique britannique, et pas seulement pour les europhobes. Si une intégration accrue de la zone euro n'était plus une question de « si », mais de « quand », alors Londres devrait contraindre Bruxelles à adopter ouvertement le modèle d'une Europe à plusieurs vitesses et plusieurs niveaux.

On l'oublie aisément avec le recul, mais au départ, le référendum sur le Brexit n'a pas été conçu comme un choix binaire sur le statut du Royaume-Uni en tant que membre de l'UE « telle quelle ». Pas plus qu'il n'était qu'un simple moyen d'extorquer des concessions mineures. Londres a agi en partant de l'idée, certes mégalomane, que la Grande-Bretagne pouvait imposer un changement de cap à l'UE. Si les pays de la zone euro poursuivaient leur route en direction de davantage d'intégration, la Grande-Bretagne obligerait Bruxelles à reconnaître officiellement un modèle non seulement à plusieurs vitesses, mais aussi multidirectionnel. Le Royaume-Uni n'avait pas l'intention de s'orienter, même lentement, vers une union toujours plus étroite. Si les conservateurs obtenaient ce qu'ils voulaient, ce serait même le contraire. Il fallait amener Bruxelles

à accepter cette réalité, de même que ses implications pour l'économie politique de l'Europe. Le statut « offshore » de la City en tant que poumon financier national et international devait être reconnu de manière permanente. Non seulement cette confrontation était inévitable, mais Londres estimait même que le moment était venu de s'imposer sur cette question. Pour pouvoir avancer après la crise de 2010-2012, pour consolider les structures institutionnelles de la zone euro, ses membres devraient se faire à l'idée, pénible, d'une modification de traité. Ces négociations complexes devaient débuter en 2013, une fois la zone euro stabilisée. Elles culmineraient au plus tard en 2016. Ce serait durant ces négociations délicates que la Grande-Bretagne disposerait des moyens de pression les plus puissants. Les douloureux efforts de consolidation de la zone euro ouvriraient une fenêtre stratégique qui permettrait à Cameron d'obtenir une nouvelle dispense.

C'est ce triple calcul – la volonté de la direction conservatrice d'imposer son contrôle à sa base, l'arrogance de croire que Londres avait assez de poids pour imposer ces questions structurelles à l'UE, et l'idée que le moment était venu du faire – qui aboutit à discours fatidique de Cameron au nouveau siège de Bloomberg, dans la City, le 23 janvier 2013[20]. Ce n'est pas un discours ouvertement anti-européen, mais Cameron va insister sur le besoin de redéfinir le but de l'UE au-delà de la zone euro. Il a promis de réduire l'immigration au Royaume-Uni. Pour ce faire, il souhaite limiter les droits des citoyens de l'UE aux prestations sociales en Grande-Bretagne. Il réclame des garanties pour les membres de l'UE hors zone euro contre toute nouvelle décision d'intégration prise par le noyau dur de la zone euro. Il veut, du moins en ce qui concerne son pays, mettre un coup d'arrêt à la promesse européenne fondamentale d'une union toujours plus étroite. Il appelle à des négociations et, sur cette base, il promet qu'un référendum sera organisé au plus tard en 2017.

Si cette stratégie est cohérente, elle est également risquée.

Quand le printemps cède la place à l'été en 2013, il devient évident que les Britanniques se sont montrés par trop optimistes quand ils se sont imaginé que la zone euro passerait de la crise de 2010-2012 à une renégociation des traités à grande échelle. C'est peut-être sensé en termes de gouvernance économique, mais Berlin, Paris et Bruxelles ne comprennent que trop à quel point ils seraient fragilisés par des discussions sur les traités. Après la stupeur du résultat des Européennes de mai 2014, toute renégociation des traités est reportée dans un avenir prévisible. La fenêtre d'opportunité de Cameron est restée fermée. L'idée d'un grand marchandage entre la Grande-Bretagne, les Néerlandais et les Allemands pour développer une nouvelle vision libérale du marché commun est mort-née[21]. À l'été 2014, la nomination de Juncker en tant que nouveau président de la Commission, en dépit d'une campagne particulièrement hostile de la part des Britanniques, est le signe que Londres perd rapidement de son influence[22]. En 2014-2015, l'Europe est engluée dans la crise ukrainienne, la bagarre pour la Grèce et la crise des réfugiés, autant d'événements qui ne contribuent pas à améliorer l'image de l'UE, tandis que le Royaume-Uni donne l'impression de refuser grossièrement toute coopération et que le projet de réforme de Cameron paraît dérisoire. Le Premier ministre parle pourtant en termes grandiloquents de sa nouvelle vision de l'avenir européen. Mais tout cela ne serait-il pas en réalité un moyen de céder, de façon irresponsable, aux pressions xénophobes et à l'égoïsme de la City[23] ?

Or, Cameron ne peut plus faire marche arrière, et encore moins depuis que, à la surprise générale, les conservateurs décrochent la majorité absolue en mai 2015. Le compte à rebours jusqu'au référendum annoncé a commencé. Même sans discussions sur les traités, Cameron peut-il négocier des concessions significatives de la part de Bruxelles ? Berlin s'efforce de lui tendre la main. Merkel tient à éviter le brusque déséquilibre des pouvoirs que provoquerait un Brexit en Europe. Mais après la débâcle de décembre 2011 et la campagne peu

glorieuse de Londres contre Juncker, la Grande-Bretagne a mauvaise réputation[24]. Même les nationalistes à Varsovie ont du mal à accepter l'idée d'une limitation de la liberté de mouvement. Après tout, ce sont les Polonais qu'elle vise. Tusk, le président du Conseil européen, n'a pas grand-chose à offrir à Cameron. L'UE ne peut laisser le Royaume-Uni dicter ce que sera l'avenir de la question de l'intégration. La liberté de mouvement et l'égalité de traitement des citoyens de l'UE ne sont pas négociables. Cherchant désespérément à présenter un accord quelconque aux électeurs britanniques, le 20 février 2016, Cameron accepte le système de « frein de secours » qui permettrait au Royaume-Uni de limiter les prestations sociales aux migrants pour une période « exceptionnelle » de sept ans[25]. De plus, Tusk admet que l'UE devrait reconnaître « que le Royaume-Uni […] n'est pas en faveur de davantage d'intégration politique au sein de l'Union Européenne. […] Les références à une union toujours plus étroite ne s'appliquent pas au Royaume-Uni ». Un vétéran britannique du Parlement européen a alors ce commentaire : « Tels quels, ces mots n'ont pas grande valeur. À vrai dire, il se peut que rien ne change. Tous les articles du Traité continuent simplement à s'appliquer au Royaume-Uni[26]. » C'est donc à Londres qu'il va revenir s'imposer. On est très loin de la promesse de Cameron, en janvier 2013, que la Grande-Bretagne serait en mesure de déclencher une réflexion fondamentale sur les objectifs de l'UE. Et cela ne suffit pas au Premier ministre britannique pour assurer la cohésion de son parti. Aussitôt, deux poids lourds conservateurs – le maire de Londres Boris Johnson et le ministre de l'Éducation Michael Gove – s'en vont pour lancer la campagne de l'aile « traditionnelle » du parti en faveur du Brexit, dans le référendum désormais prévu pour le 23 juin 2016.

II

Un an plus tôt, face à Syriza, le ministre allemand des Finances Schäuble avait déclaré que, de son point de vue, il refusait que des élections puissent interférer avec les fondements de la politique économique. L'économie grecque représentait 1 % du PIB de l'UE. Lors du référendum sur le Brexit, une majorité relative pourrait décider de l'avenir d'un pays dont l'économie représentait 17 % de l'ensemble. Pour le Royaume-Uni, les enjeux sont énormes. La moitié du commerce britannique, soit environ 200 milliards de dollars, est à destination de l'UE. La moitié des IDE britanniques, d'un montant de 1 200 milliards de dollars, vient de l'UE. Les investisseurs tant européens qu'extérieurs privilégient la Grande-Bretagne parce qu'elle est membre de l'Union. L'industrie automobile japonaise a fait du Royaume-Uni sa principale base d'exportation vers le reste de l'Europe. En 2015, 3,2 millions de citoyens de l'UE vivent au Royaume-Uni, dont 2,3 millions ont un emploi, 7 % de la main-d'œuvre. Un million deux de citoyens britanniques résident de façon permanente sur le territoire de l'UE. Certes, le commerce, les investissements et la migration auraient existé entre la Grande-Bretagne et l'Europe que Londres fasse ou non partie de l'UE. Mais à quel point ? Selon les meilleures estimations des économistes, les échanges commerciaux avec les autres membres de l'UE étaient 55 % plus importants que ce qu'ils seraient si le Royaume-Uni n'était pas dans l'Union[27]. Pour la City, les questions sont encore plus pressantes. Des dizaines de milliers d'emplois et des milliards de livres dépendent de ce que l'on appelle les mécanismes de passeports, qui permettent aux banques à Londres d'opérer comme si elles se trouvaient dans l a zone euro. C'est une fiction bien pratique qu'entretiennent les sociétés financières européennes, britanniques, américaines et asiatiques. Une concession que Londres ne peut espérer maintenir si elle n'est même plus membre de l'UE.

Le soutien populaire en faveur de l'UE n'est pas sûr. Pour

la droite nationaliste, Bruxelles est un chiffon rouge. Les banquiers et les « élites de Londres » sont honnis. La campagne contre le Brexit choisit alors la surenchère. Elle installe son camp de base dans la City. Jamais elle n'a eu pour stratégie d'attirer les électeurs vers l'UE. Ses concepteurs décrètent que l'UE est invendable. Ils invitent les politiciens européens à ne pas se rendre en Grande-Bretagne, ils ne feraient qu'envenimer les choses. Emmenée par l'équipe de relations publiques du parti conservateur, appuyée par les libéraux et les travaillistes, la campagne anti-Brexit n'a qu'un seul message : « Les électeurs britanniques n'aimeront jamais l'Union Européenne. Mais peut-être peut-on leur faire peur afin de les pousser à ne pas décider de la quitter[28]. » Une stratégie judicieusement surnommée le « Projet de la Peur » – un terme utilisé pour la première fois dans le contexte du référendum sur l'indépendance écossaise de 2014. Ses architectes sont les gourous australiens des relations publiques Lynton Crosby et Jim Messina, recrutés auprès de la Maison-Blanche d'Obama. Pour Messina, les enjeux sont clairs : « En prenant en compte les difficultés économiques du moment, la dernière chose à faire, c'est de compromettre les économies du Royaume-Uni et de l'UE par cette décision risquée [le Brexit][29]. » Ce que Messina et ses troupes entendent par « l'économie », c'est le monde des affaires. Aussi s'attachent-ils dans leur campagne à séduire une majorité de la population en lui affirmant simplement et sans vergogne que si l'UE est bonne pour les affaires britanniques, elle est bonne pour la Grande-Bretagne.

Ils réussissent à convaincre cinquante des principales entreprises du pays de signer une déclaration soutenant que la Grande-Bretagne serait « plus forte, plus en sécurité et plus à l'aise » dans une « UE réformée[30] ». En coulisses, la Confederation of British Industry, le principal syndicat des patrons britanniques, s'efforce de persuader ses membres les plus puissants d'émettre des avertissements au sujet du Brexit dans leurs rapports annuels[31]. La City of London Corporation passe

outre les objections des partisans du Brexit et soutient ouvertement l'autre camp[32]. Quelques chefs d'entreprise redoutent, non sans une certaine pruderie, que le fait de détailler les pertes d'emplois et d'investissements que le Brexit ne manquera pas de causer ne passe pour du chantage. Pour ce qui est des syndicats, en tout cas, cette crainte est injustifiée. Le député travailliste Pat McFadden, ancien ministre et coprésident de la campagne anti-Brexit du Labour, martèle : « Je pense que le monde des affaires a légitimement voix au chapitre dans le débat, et qu'ils ont parfaitement le droit de faire entendre leur point de vue[33]. » Unite, le plus grand syndicat du pays, avec près de 500 000 membres, et principal bailleur de fonds du parti travailliste, émet un message sans détours : « Notre message, pour nos membres chez BMW, Airbus, etc., est tout à fait direct – des emplois, des droits, on reste[34]. »

Le même message est repris dans le monde entier. Le 12 avril, le FMI annonce que si la Grande-Bretagne choisit de partir, cela pourrait causer « de graves dommages à l'échelle régionale et mondiale ». D'après le FMI, le simple fait d'organiser le référendum est déjà si dommageable pour la confiance des investisseurs que le Fonds a dû réviser à la baisse sa prévision de croissance pour le Royaume-Uni, de 15 %, de 2,2 à 1,9 %. Les conséquences d'un véritable Brexit, prévient Lagarde, seront « d'assez mauvaises à très, très mauvaises[35] ». Lors de sa réunion à Tokyo, le G7 déclare qu'une « sortie du Royaume-Uni de l'UE inverserait la tendance en faveur de toujours plus d'échanges et d'investissements mondiaux, et des emplois qui en découlent, et représente en outre un risque grave pour la croissance ». Comme le dit Anglea Merkel, le G7 a l'intention de « faire comprendre que tous ceux qui sont ici veulent que la Grande-Bretagne reste dans l'UE[36] ». Au Royaume-Uni, le Trésor britannique publie un long rapport qui affirme que les dommages pourraient atteindre entre 2 600 et 5 200 livres par an et par foyer. En 2030, le PIB pourrait avoir chuté de près de 6 %, coûtant au gouvernement entre 20 et 45 milliards de livres de recette fiscale,

endommageant gravement les services publics ou entraînant une hausse substantielle des taux d'imposition[37].

La campagne anti-Brexit a repris à son compte le légendaire slogan de l'époque Clinton, « C'est l'économie, imbécile », transposé sous sa forme la plus littérale et la plus brutale. Elle rappelle le déterminisme de Thatcher et le « Il n'y a pas d'alternative » de Merkel. L'alignement parfait entre les intérêts financiers et les experts qu'elle traduit ne peut manquer de paraître suspect. De façon caractéristique, le chancelier Osborne donne voix à ce malaise que beaucoup éprouvent mais n'osent exprimer ouvertement. L'unanimité sans failles des spécialistes qui soutiennent la campagne anti-Brexit, assure-t-il à des journalistes, n'est « pas un complot. On appelle ça un consensus. [...] L'argument économique est imparable[38] ».

Mais cela n'a jamais été aussi monolithique que l'aurait voulu la campagne anti-Brexit. Sachant que le résultat est incertain et qu'une grande partie de la population est manifestement favorable au Brexit, les entreprises qui s'associent trop clairement aux anti-Brexit prennent des risques[39]. La City n'a jamais été unanime. Une branche libertaire est séduite par l'idée d'une rupture avec Bruxelles. L'attitude des principaux investisseurs étrangers dans la City n'en est que plus révélatrice. Ce sont en effet les banques d'investissements américaines qui soutiennent le plus vigoureusement la cause de l'UE. Compte tenu de leur rôle dans la City, la position britannique dans l'UE représente un énorme enjeu pour elle, et elles n'ont pas peur de le dire. Londres est leur portail vers l'économie européenne et les affaires dans la zone euro. Ainsi que le soulignent des économistes de Goldman Sachs, les statistiques de la BRI montrent que les banques américaines détenaient 424 milliards de dollars de créances (actifs) sur des emprunteurs britanniques à la fin de 2015, dont 46 milliards de prêts aux banques du Royaume-Uni. Avec les dérivés, les garanties et les engagements de crédits, le total atteignait 919 milliards. L'exposition des banques britanniques aux États-Unis était encore plus

importante, avec 1 400 milliards de dollars de créances financières[40]. Avec de tels investissements, il n'est pas vraiment étonnant que Goldman Sachs, J.P. Morgan et Morgan Stanley aient tous très tôt fait des dons substantiels à la campagne anti-Brexit[41]. Jamie Dimon, de J.P. Morgan, milite ouvertement contre le Brexit aux côtés d'Osborne[42].

Le 22 avril 2016, le président Obama débarque à Londres pour déclarer en personne que les États-Unis ne sont pas indifférents à la position de la Grande-Bretagne en Europe. Il est venu à la demande personnelle de Cameron. Obama est immensément populaire auprès du public britannique et il ne refuse donc pas. Pour reprendre les propos de la BBC, le président américain fournit un « effort total, sans retenue, pour convaincre la Grande-Bretagne de rester dans l'UE ». Au nom de la « relation particulière » unissant les deux pays, du souvenir de la Seconde Guerre mondiale et des défis du présent, le Royaume-Uni devait continuer à faire partie intégrante de l'Europe[43]. Obama sait qu'il peut être difficile pour un étranger de s'adresser à la Grande-Bretagne à un moment aussi délicat, mais, lance-t-il : « Je vous dirai, avec la franchise d'un ami, que le résultat de votre décision est d'un grand intérêt pour les États-Unis. » De plus, le public britannique doit comprendre que l'espoir des partisans du Brexit qu'une Grande-Bretagne « indépendante » conclue promptement un nouveau traité commercial avec Washington repose sur des idées fausses. Dans le domaine des négociations commerciales, l'Amérique privilégie les grands blocs. Le Partenariat transatlantique de commerce et d'investissement entre les États-Unis et l'UE – contrepoint atlantique du Partenariat transpacifique – serait déterminant pour l'avenir. « Peut-être que, plus tard, il pourra y avoir un accord commercial américano-britannique », mais « ce n'est pas pour tout de suite. […] le Royaume-Uni ne sera pas en tête de liste[44] ».

La puissance et l'argent américains ne font pas mystère de ce qu'ils veulent pour Londres. C'est l'extension de Wall Street à

l'Europe par le truchement de la City, qui définissait la finance internationale depuis les années 1970, qui sont en jeu. Rien d'étonnant à ce que la principale publication intellectuelle de la gauche décrive alors le choix en ces termes : « Le vote anti-Brexit, quelles que soient ses motivations, se résumera dans ce contexte à un vote en faveur d'un establishment britannique qui relaie depuis longtemps les exigences de Washington dans les salles de réunion de Bruxelles, bloquant les espoirs d'une "Europe sociale" depuis l'Acte européen unique de 1986[45]. »

III

La campagne britannique ne fait pas que se focaliser sur l'idée qu'il fallait garder à l'esprit « l'économie, les affaires, et le fait que vous vous en sortirez mieux [en choisissant de rester] ». Elle entreprend également de rejeter la politique de ses adversaires comme étant déraisonnable. Privés d'arguments économiques, les partisans du Brexit se retrouvent sur des terrains plus marginaux, en particulier l'immigration, et on peut lui reprocher de « couper la Grande-Bretagne du reste du monde[46] ». Ce qui, espère l'équipe anti-Brexit, va faire passer sur le devant de la scène les éléments plus excentriques et inquiétants du camp du Brexit, notamment Nigel Farage et l'UKIP. Leur rhétorique incendiaire ne pourra que dissuader les indécis. Cette tactique a eu l'effet escompté. La campagne du Brexit a effectivement mis en avant la question de l'immigration. Mais les anti-Brexit ont sous-estimé les risques qu'ils prenaient. Ils n'ont pas mesuré qu'outre le désir de faire la nique à l'establishment, l'immigration et la xénophobie sont, en fait, des atouts gagnants.

La politique raciale ne respecte même pas la personne du président des États-Unis. De quel droit, s'emporte Boris Johnson, Obama suggérerait-il à Londres d'accepter des concessions sur sa souveraineté que Washington n'admettrait jamais ? Pourquoi la Grande-Bretagne devrait-elle avoir foi dans un président qui avait retiré le buste de Churchill du Bureau ovale ? « Certains disent que c'était une rebuffade à l'adresse de la Grande-Bretagne. Certains disent que c'était le symbole du rejet ancestral qu'éprouve le président, en partie kenyan, pour l'empire britannique. D'autres que Churchill était peut-être considéré comme moins important qu'autrefois. Peut-être que ses idées étaient démodées et dépassées. » La saillie habilement glissée de Johnson sur le « président en partie kenyan » a fonctionné. Il a suffi que Johnson siffle, et Farage a rappliqué. Si Johnson tournait autour du pot, les rodomontades racistes de Farage, elles, sont sans ambiguïté. Du point de vue du leader de l'UKIP, il est

évident « qu'Obama, à cause de son grand-père et du Kenya et de la colonisation, en veut à notre pays[47] ».

En mai, alors que la campagne du Brexit commence à battre son plein, l'immigration y occupe une place de plus en plus prépondérante. Cameron lui-même y est pris au piège. Cinq ans plus tôt, il a promis qu'il ferait baisser les chiffres de l'immigration à « des dizaines de milliers[48] ». À la fin mai 2016, le Bureau national des statistiques rapporte que le nombre d'immigrants l'année précédente a en réalité atteint 330 000, le deuxième chiffre le plus élevé jamais enregistré. Le 16 juin, l'aile Farage de la campagne du Brexit dévoile son affiche la plus sensationnelle. Intitulée « Point de rupture », elle dépeint une colonne de réfugiés syriens en loques avançant vers ce qui était, en fait, la frontière slovène. Elle n'a pas grand-chose à voir avec le Brexit, mais elle donne plus de poids à l'argument de ceux qui disent qu'il est temps de reprendre le contrôle de la situation. La Grande-Bretagne doit se défendre face au désordre qui règne en Europe[49]. Plus tard dans la journée, un dément, partisan néonazi du Brexit, assassine en plein jour la députée Jo Cox, avocate populaire des anti-Brexit, un contrecoup dramatique du Projet de la Peur.

Le jour du vote, le camp hostile au Brexit est relativement optimiste. Mais aux premières heures du 24 juin, il est clair que c'est le Brexit qui l'a emporté de justesse. Rétrospectivement, on s'aperçoit que les sondages annonçaient le résultat probable depuis un certain temps déjà. Le Brexit a triomphé dans les zones où l'UKIP avait gagné en 2014. Et auprès des mêmes gens. Les électeurs conservateurs traditionnels, les personnes âgées, la classe moyenne de province ont massivement voté pour le Brexit. Ce qu'ils auraient sans doute fait de toute façon. Mais ils ont été rejoints par un grand nombre d'électeurs à revenus plus faibles et moins bien éduqués, qui se rapprochaient de la droite depuis les années 1990. D'après un institut de sondage, 60 % des membres des groupes socio-économiques de la classe moyenne et moyenne supérieure – qui travaillaient dans

les professions libérales, entre autres – soutenaient le maintien de la Grande-Bretagne dans l'UE, alors que ce pourcentage s'inversait chez les chômeurs et les ouvriers non spécialisés[50]. Soixante pour cent des électeurs travaillistes ont voté contre le Brexit. Mais cela ne faisait que rappeler que, dans une grande partie du pays, le Labour ne convainquait plus l'électorat moins aisé et moins éduqué. Outre l'éducation, l'autre variable socio-économique qui avait fait pencher la balance tenait aux souffrances infligées par l'austérité depuis 2010, en particulier là où le déclin était un phénomène à long terme[51]. Mais plus encore que le faible niveau d'éducation et de revenus, c'est l'autoritarisme qui avait joué un rôle dans le vote pour le Brexit. Sur les cartes culturelles du genre de celles qu'établissent les spécialistes du marketing, le vote pour le Brexit était proche de valeurs comme la sécurité, le soutien à la peine de mort et un penchant pour la flagellation en place publique des délinquants sexuels[52].

Le vote en faveur du Brexit, quelles qu'aient pu être ses raisons, attisait les flammes de l'incendie nationaliste. Il n'est pas aussi certain qu'il se soit agi d'un vote contre la mondialisation. C'est ce qu'ont conclu les commentateurs dans le monde entier[53]. Ce qui peut paraître sensé, compte tenu de l'idée que l'on se faisait généralement de l'impact probable du Brexit. C'était mal interpréter l'état d'esprit des pro-Brexit. Eux, en fait, s'imaginaient qu'en quittant l'Europe, ils allaient renouer avec la liberté en redonnant sa grandeur à leur pays. Vote nationaliste contre l'Europe, le vote pour le Brexit rêvait d'une Grande-Bretagne plus importante que jamais dans la communauté internationale, plutôt que le contraire. C'était le désir de voir Londres jouer un rôle indépendant de l'Europe, plutôt que diluée en elle. Comme le ministre de l'Intérieur et futur Premier ministre Theresa May l'a expliqué, le 23 juin, la Grande-Bretagne avait choisi de « quitter l'Union Européenne et de rejoindre le monde. […] C'est à ce moment que nous avons choisi de bâtir une Grande-Bretagne véritablement mondiale[54] ». Le Brexit était

un vote en faveur de l'autonomie. Ou, en des termes moins fleuris et plus en accord avec la campagne, c'est un vote en faveur de l'aventurisme national. Et en termes d'aventure, le Royaume-Uni a bel et bien été servi.

IV

Quand les résultats du référendum ont été communiqués, la livre a subi la pire chute journalière de son histoire[55]. Un vent de panique a brièvement soufflé sur les fonds de placement immobilier. L'effondrement de la livre entraînerait-il les investissements internationaux à Londres ? Le vendredi 24 juin, les bourses mondiales accusent la perte de 2 000 milliards de dollars sur les valeurs des actions[56]. Le lundi suivant, les pertes atteignent 3 000 milliards. Si les investisseurs s'étaient attendus à ce que les taux d'intérêt ne cessent de grimper tandis que la Fed s'éloignait de l'assouplissement quantitatif, et qu'ils rééquilibraient donc leurs portefeuilles en renonçant aux titres à revenu fixe, les fonds déferlent maintenant sur les actifs sûrs comme les bons du Trésor, faisant baisser leur rendement[57]. Cela annonce-t-il un nouveau 2008 ?

Le simple fait d'établir un diagnostic à partir des données économiques est en soi une question politique. Les anti-Brexit avaient prédit que le Brexit serait une catastrophe. Ils avaient évoqué un scénario d'apocalypse. Et, au lendemain du vote, Mark Carney, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, s'en est tenu au script. L'économie souffrait, déclare-t-il aux journalistes en juillet, du « stress économique post-traumatique dans les ménages et les entreprises, ainsi que sur les marchés financiers[58] ». Les lignes de *swap* sont préparées pour une réactivation. Malgré la chute de la livre, les liquidités en dollars ne manqueraient pas. Le 4 août, Carney lance un plan de relance d'urgence consistant à acheter des obligations par l'intermédiaire du conseil d'administration de la Banque d'Angleterre. Du point de vue pessimiste d'un anti-Brexit vaincu, c'est parfaitement logique. Carney fait de son mieux pour prévenir le pire. Mais ce sont les défenseurs du Brexit qui font maintenant les règles, et les agissements de Carney les exaspèrent. Si la Banque d'Angleterre active des lignes de *swap* et une nouvelle phase d'assouplissement quantitatif, c'est qu'il y a

une crise, dont les partisans les plus acharnés du Brexit nient la réalité. Selon eux, loin de calmer les marchés, les réactions exagérées de la Banque d'Angleterre alimentent l'incertitude, provoquant la panique annoncée par leurs adversaires, mais qui n'a pas eu lieu[59]. Pour Ashoka Mody, ex-économiste anticonformiste du FMI qui avait suivi de près la crise irlandaise en 2010, tout cela a quelque chose de bien trop familier. Bien que les instruments de Carney soient différents – mettant en œuvre un assouplissement quantitatif plutôt que le rejetant –, c'est une stratégie de tension comparable à celle de la BCE pendant la crise de la zone euro. Si la Banque d'Angleterre garde son sang-froid, permettant à la livre de glisser et à l'économie britannique de se rééquilibrer, il n'y a aucune raison de s'attendre à une crise. Ruth Lea, une économiste pro-Brexit, déclare : « Le paquet du 4 août de la Banque d'Angleterre est prématuré et pourrait bien se révéler, sinon inutile, à tout le moins contre-productif. […] J'aurais de beaucoup préféré qu'il garde le silence et attende d'avoir des données précises[60]. » Lorsque le choc initial s'est dissipé, loin de s'effondrer, la demande des consommateurs a grimpé en flèche grâce à une vague de crédit bon marché, les ménages cherchant à prendre de vitesse une éventuelle hausse des prix[61]. Les quelques économistes qui avaient soutenu le Brexit ont exigé que leurs collègues du camp adverse présentent leurs excuses pour avoir induit le public en erreur au sujet des retombées probables[62].

C'était vrai. Il n'y avait pas eu d'implosion. Mais il n'y avait pas eu de Brexit non plus. Il s'est avéré que le Brexit était un processus, et non un moment unique de décision. C'est un processus incroyablement complexe et long. Les pro-Brexit avaient promis la liberté et la reprise de contrôle. Ils avaient promis un changement de régime. Et comme Adam Posen, président du Peterson Institute, un cabinet de consultants influent de Washington, ancien membre du Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre, l'a dit : « Les changements de régime ne sont pas neutres. Les constitutions reflètent

les intérêts de ceux qui dominent sur le moment[63]. » Mais qui domine en Grande-Bretagne après le Brexit ? C'est précisément la question.

On voit mal quand, dans l'histoire récente de la Grande-Bretagne, le pays a connu un vide de pouvoir aussi criant qu'au lendemain du Brexit. La coalition favorable au maintien dans l'UE comprenait les dirigeants des deux principaux partis politiques et ce que la plupart des gens considèrent comme l'establishment. Ils ont été battus de justesse lors d'un référendum crucial et ont cédé l'autorité à leurs adversaires, qui se sont révélés tout sauf préparés à leur propre victoire. Combien de fois la gauche a-t-elle fantasmé sur pareil moment de vide du pouvoir ? Mais ce n'est pas l'avènement d'une nouvelle ère. Après quelques semaines de chaos dans le camp conservateur, Theresa May est devenue le nouveau Premier ministre. C'est un ajustement logique. May a acquis sa réputation en tant que sévère ministre de l'Intérieur et en insistant sur un programme de limitation de l'immigration[64]. Bien qu'elle ait discrètement fait campagne contre le Brexit, elle est bien placée pour représenter la majorité insulaire. Et elle fait front avec courage. La population avait voté pour le Brexit, elle veillerait donc à le mener à bien.

L a City et les grandes entreprises britanniques ont eu le souffle coupé par le vote. Et pour certains commentateurs, c'est précisément ce coup dur qui offre la perspective d'un grand rééquilibrage. Les structures de pouvoir et d'argent qui s'étaient consolidées autour de la City depuis les années 1970 allaient-elles être brisées ? Mody salue le résultat car il rompt le « lien entre un secteur financier de plus en plus important et une livre forte. […] Les seules personnes qui perdent vraiment à la dépréciation de la livre sont celles qui ont emprunté des dollars à court terme pour investir dans des actifs immobiliers à long terme. Ce groupe "d'élite" continue de brandir les micros de la prise de décision et ses paroles se réverbèrent dans la presse financière[65]. » Peut-être que maintenant, avec une livre dévalorisée, l'industrie

britannique pourrait renouer avec la compétitivité[66]. En réalité, bien sûr, les plus grands exportateurs britanniques de produits manufacturés ont pesé de tout leur poids derrière la campagne anti-Brexit, et avec raison. Compte tenu de la férocité de la concurrence mondiale, la dernière chose dont ils ont besoin, ce sont des années d'incertitude quant à l'accès aux marchés. Des secteurs comme l'industrie automobile sont contrôlés par des entreprises étrangères, principalement allemandes et japonaises. Ces investisseurs pourraient bien considérer le Brexit comme le signal du départ. La dévaluation ne leur a guère profité, car la plupart des exportations du Royaume-Uni affichent une faible élasticité des prix, et les gains de compétitivité ont été largement compensés par la hausse du coût des matériaux importés[67].

Le fait que le statu quo ait essuyé un revers est indéniable. Quant à savoir si cela donnerait lieu à quelque chose de plus équilibré et de plus prospère dans un avenir prévisible, c'était une autre question. La lame de fond du sentiment anti-UE s'est développée pendant des décennies. Mais c'est une politique de ressentiment et de contestation. Elle n'a pas formulé de vision alternative positive. Maintenant, c'est à May et ses conseillers personnels d'inventer un programme. À la surprise de beaucoup, ils semblent déterminés à piloter un changement radical. Du jour au lendemain, ils remplaceraient le programme de modernisation de la classe supérieure de David Cameron par un assistantialisme national en y ajoutant un peu d'autoritarisme soft[68]. Comme l'a dit May dans son discours à la conférence du parti conservateur en octobre 2016 : « Aujourd'hui, trop de gens au pouvoir se comportent comme s'ils avaient plus de points communs avec les élites internationales qu'avec les gens d'à-côté. […] Mais si vous croyez être un citoyen du monde, vous êtes un citoyen de nulle part. Vous ne comprenez pas ce que la citoyenneté signifie[69]. » Omettant la politique défendue par son propre parti conservateur depuis 2010, May revient à la crise de 2008. « Ce ne sont pas les riches qui ont consenti les plus gros

sacrifices après le krach financier, mais les familles de la classe laborieuse. Et si vous êtes l'une de ces personnes qui ont perdu leur emploi, qui continuent de travailler mais à temps partiel, qui ont vu leurs émoluments baisser alors que les loyers crevaient le plafond, ou qui se retrouvent sans emploi ou avec des salaires moins élevés en raison d'une immigration peu qualifiée, la vie semble tout simplement injuste. » Bien que May ait évoqué les victimes de 2008 et de l'austérité conservatrice à la troisième personne, l'instant Lehman lui sert de justification rétrospective pour une réorientation fondamentale. Désormais, elle mettra « le pouvoir du gouvernement au service de la classe laborieuse ». Elle cloue au pilori les patrons sans scrupule, les sociétés internationales qui s'arrangent pour ne pas payer leurs impôts, les sociétés sur Internet qui refusent de coopérer dans la lutte antiterroriste et les dirigeants d'entreprise qui récupèrent « d'énormes dividendes tout en sachant que le régime de retraites de leur société va déposer le bilan ». Ayant recours à un langage que l'on attendrait plutôt de Poutine ou d'un démagogue d'Amérique Latine, elle lance : « Je vous mets en garde : cela ne peut plus durer[70]. »

Le contrôle, la restriction de l'immigration et l'égalité passeraient avant la croissance absolue. Ce n'est pas une vision de gauche. Cela implique un appareil de réglementation et de contrôle entièrement nouveau. Comme l'a fait remarquer un critique, les efforts de May pour exclure les étrangers de la main-d'œuvre nécessiteraient de mettre « en place un niveau d'ingérence du gouvernement sur le marché du travail qui ferait rougir même le plus endurci des socialistes. Margaret Thatcher doit se retourner dans sa tombe[71] ». C'était un petit prix à payer pour quelqu'un ayant les antécédents de May au Home Office – que l'on pourrait poliment décrire comme la « branche protectrice » du gouvernement. Ce qui amène une autre question : jusqu'où était-elle réellement disposée à aller pour limiter les excès des grandes entreprises ? C'est une chose d'ériger des barrières contre les travailleurs étrangers et les réfugiés non

désirés, c'en est une autre de chasser un grand investisseur étranger. Lorsque Nissan a menacé de repenser son investissement dans Sunderland, « l'État musclé » a promptement à inviter la compagnie automobile à Downing Street pour des négociations[72]. Mais Nissan était le premier signe que « la reprise de contrôle » n'aurait peut-être rien à voir avec cet acte audacieux d'autonomie dont certains avaient rêvé. Cela risquait surtout d'être un processus de négociation plutôt coûteux et humiliant.

Et qu'en est-il de la City ? Après le Brexit, pourrait-elle continuer à servir de plaque tournante entre la finance mondiale et la zone euro ? Pourrait-elle continuer à être le centre principal de clearing et des dérivés en euros ? Les banquiers n'étaient nullement disposés à se rendre sans combattre. La City a exercé des pressions pour que le gouvernement donne la priorité aux accords de passeport existants, en vertu desquels les banques opérant à Londres étaient reconnues de facto comme opérant dans la zone euro[73]. Si aucun accord n'était conclu, une enquête mandatée par la City a averti que l'affaissement des échanges avec la zone euro pourrait se traduire par des pertes allant de 32 milliards à 38 milliards de livres, la suppression de 65 000 à 75 000 emplois et peut-être la disparition de 10 milliards de recettes fiscales par an[74]. C'était précisément le genre d'estimations qu'avait brandies la campagne anti-Brexit, en vain. Quelle influence auraient-elles maintenant ?

Immédiatement après le référendum, on a pu croire que Downing Street serait ouvert à un compromis. Mais en janvier 2017, le ton s'est durci. Le Royaume-Uni insisterait sur le droit de restreindre la liberté de circulation et la souveraineté judiciaire, ce qui signifie que Londres ne pouvait espérer aucune concession de la part de Bruxelles. Brexit ne signifie pas seulement Brexit, mais un « Brexit dur ». Tel est le message de May, discours après discours et dans des entretiens directs avec les principaux responsables financiers. Lorsque Lloyd Blankfein, de Goldman Sachs, l'un des plus grands donateurs de

la campagne anti-Brexit, lui demande de placer la City sur sa liste de priorités, May esquive la question[75]. Les banquiers comprennent non sans mal qu'ils ne sont plus au sommet de la liste. Les accords de passeport de la City comptent moins que la reprise du « contrôle » sur les plombiers polonais[76].

Mais qui, en fait, déterminerait le résultat du Brexit ? Au cours de l'hiver 2016-2017, on s'est rendu compte que la liberté et le contrôle que l'on réclamait pour soi s'appliquent aussi à ceux dont on veut se détacher. Quelle liberté le Royaume-Uni a-t-il gagnée, et à quel prix ? Cela dépendrait du type de marché que l'UE était disposée à conclure maintenant qu'elle était débarrassée de ces fâcheux Britanniques. Les partisans du Brexit ont affirmé que l'Allemagne et d'autres pays seraient contraints d'offrir à la Grande-Bretagne un bon accord en raison de leurs intérêts pour l'exportation. Le déficit commercial de la Grande-Bretagne serait son principal atout. Mais cette logique simpliste ne s'adapte guère au fonctionnement d'une organisation aussi complexe que l'UE, où tout un ensemble d'intérêts et de préoccupations interviendrait sur la question du Brexit[77].

Avec une rapidité remarquable, sous la férule sans ambiguïté, les autres États de l'UE s'entendent pour adopter une attitude sans merci : il n'y aurait pas de négociations commerciales avant que les conditions du divorce ne soient réglées. La Grande-Bretagne devrait accepter de respecter ses obligations financières vis-à-vis de l'UE, se chiffrant en dizaines de milliards d'euros. Il ne pourrait y avoir aucun accès au marché commun sans liberté de mouvement. Les décisions de la Cour de justice européenne continueraient de s'appliquer aux citoyens de l'UE. Une fois que la Grande-Bretagne aurait déclenché l'article 50, mettant le Brexit en branle, il y aurait un délai de deux ans. Aucun accord ne permettrait à la Grande-Bretagne de disparaître dans les limbes à sa sortie de l'UE. Il lui faudrait même renégocier sa position au sein de l'Organisation mondiale du commerce. Comme Juncker l'explique à May lors du dîner à Londres en mai 2017, les Britanniques se leurraient s'ils imaginaient que

le Brexit pouvait avoir un « bon résultat »[78].

De manière caractéristique, alors que la complexité et la difficulté de la situation commencent à se faire sentir à Londres, le gouvernement de May réagit par des menaces radicales et contradictoires. Dans son discours d'octobre 2016 à la conférence du parti conservateur, May avait lié la demande de souveraineté à une vision de solidarité nationale. Mais au fur et à mesure que les positions de négociation se durcissent, il devient clair qu'il existe également une autre option. Comme May le dit aux ambassadeurs de l'UE à la mi-janvier lors d'une réunion à Lancaster House : si la Grande-Bretagne ne peut pas obtenir un accord commercial acceptable de l'UE, elle se retirera sans accord. Si les Européens adoptent une position « punitive », la Grande-Bretagne répondra en abandonnant le « modèle européen » et en fixant « les taux d'imposition compétitifs et les politiques susceptibles d'attirer les meilleures entreprises et les plus gros investisseurs mondiaux ». La Grande-Bretagne se recréerait, rapportent les journalistes, en une sorte de havre fiscal pour les entreprises, un « Singapour de l'ouest [79] ». Quelques jours plus tard, le chancelier Philip Hammond réitère la menace. Il espère personnellement que le Royaume-Uni « pourrait se maintenir dans le courant dominant de la pensée économique et sociale européenne. Mais si nous sommes forcés de devenir quelque chose de différent, alors, c'est ce que nous ferons. » Pour regagner de la compétitivité, la Grande-Bretagne pourrait se voir obligée de reconsidérer son « modèle économique. […] Et vous pouvez être sûr que nous ferons tout ce qu'il faudra[80] ». La campagne anti-Brexit avait toujours insisté sur le fait que la décision Brexit mettait toute l'économie en jeu. Par ces menaces proférées alors qu'ils abordent les négociations avec l'UE en janvier 2017, Hammond et May reconnaissent de facto la force de la position des anti-Brexit. Loin de dompter le capitalisme britannique, l'État musclé transformerait la position offshore de la City et de la Grande-Bretagne en une machine de guerre.

Ce genre de bravade a peut-être de quoi réchauffer le cœur des pro-Brexit. Mais cela laisse perplexes les grands intervenants du monde des affaires. La City n'a pas demandé à la Grande-Bretagne d'abandonner le « courant dominant de la pensée économique et sociale européenne ». Le courant européen en question convient parfaitement aux banquiers. Ils ont joué un grand rôle dans son développement. Les propositions qui avaient inquiété les conservateurs en 2011, notamment la taxe sur les transactions financières, se sont évaporées. La BCE ou les Français risquaient peut-être de remettre en cause les affaires libellées en euros. Mais ce n'était pas une raison pour partir. Au contraire, il fallait défendre sa position. La communauté des entreprises transnationales de Londres est connectée à l'UE au plus haut niveau. Le président de la BCE est l'un des leurs[81]. À l'été 2016, lorsque l'ancien président de la Commission, Barroso, s'est cherché un nouvel emploi, son idée du « modèle européen » a consisté à rejoindre les activités de Goldman Sachs à Londres[82]. L'idée que l'Europe soit en quelque sorte hostile au fonctionnement du commerce mondial basé en Grande-Bretagne relève du fantasme de la fin du thatcherisme. En revanche, la « liberté » du Brexit est synonyme d'une incertitude radicale. Aucune des principales banques américaines ne souhaitait préparer des plans d'urgence pour déplacer leurs activités en euros hors de Londres, mais quelle était l'alternative ? Bien que Londres ait bien des attraits, sa politique nationale est devenue déraisonnable. Les connexions subalternes du réseau financier transatlantique – Paris, Dublin, Francfort – leur font signe. Et sinon, peut-être que les jours du dollar offshore transatlantique sont-ils comptés. La City sent d'où vient le vent. L'Asie est la nouvelle frontière.

V

Face au vote sur le Brexit, l'UE adopte une position concertée avec une rapidité redoutable. Négocier des traités complexes est ce que Bruxelles fait le mieux. Mais le choc est indéniable. L'UE a connu de nombreuses crises dans son histoire. « L'Europe avance masquée », se réjouissait Jacques Delors, le père légendaire du marché unique et de l'euro. Mais le Brexit s'ajoute à une longue série de revers qui ont remis en cause cette téléologie optimiste. Était-ce, se demande Alex Stubb, le ministre des Finances de la Finlande, « l'instant Lehman Brothers » de l'Europe[83] ? En contenant Syriza, la principale préoccupation des conservateurs de l'Eurogroupe avait été la contagion politique. Le Brexit ravive cette peur. Comme le dit la porte-parole de Moody's : « Les risques de pertes pour la croissance mondiale ne découlent pas de la possibilité d'une récession au Royaume-Uni, mais de la possibilité que les développements au Royaume-Uni augmentent le risque politique ailleurs dans l'UE[84]. » Marine Le Pen salue le référendum sur le Brexit comme une « éblouissante leçon de démocratie[85] ». Le nationaliste de droite Geert Wilders, aux Pays-Bas, appelle à un vote en faveur du « Nexit ». Une vague nationaliste et europhobe se répandrait-elle de la Grande-Bretagne, de la Pologne et de la Hongrie au reste de l'Europe ? Pendant près de un an après le Brexit, on a pu le croire. Et les enjeux sont élevés. La stabilisation économique de l'Europe dépend du calme sur les marchés obligataires. Comme l'a commenté un analyste : « Rien ne garantit que les émotions des investisseurs ne se déchaîneront plus si les signes de contagion politique du Royaume-Uni en Europe continentale deviennent plus manifestes[86]. »

Les élections se succèdent à un rythme effréné. En décembre 2016, un amendement constitutionnel en Italie a été rejeté, entraînant la démission du Premier ministre de centre-gauche Renzi. En Autriche, l'élection présidentielle a été âprement contestée par l'extrême droite. Aux Pays-Bas, Geert

Wilders et son parti de droite sont en marche. Theresa May annoncé des élections anticipées en Grande-Bretagne en vue d'obtenir une large majorité pour le Brexit. Mais la vraie question, c'est la France. Compte tenu de sa base électorale et de la performance du Front lors des élections européennes de mai 2014, il ne fait guère de doute que lors de la prochaine élection présidentielle en mai 2017, Marine Le Pen atteindra le deuxième tour. La question est de savoir qui serait son adversaire : un conservateur traditionnel, un modernisateur centriste sous les traits d'Emmanuel Macron ou la véritable terreur de l'establishment, le gauchiste Mélenchon ? Un match final entre Le Pen et Mélenchon est le cauchemar des marchés [87]. Quelles que soient leurs divergences, ces deux-là ont en commun leur antipathie envers l'Allemagne.

Au printemps 2017, le monde retient son souffle. L'euro vacille. L'incertitude politique européenne était le principal « risque de perte extrême » pour les gestionnaires de fonds. L'achat d'obligations de la BCE a été la principale source de stabilité. Même si le scénario était improbable, si Le Pen devait percer en France, il était difficile de voir comment le plus grand programme de la BCE aurait pu éviter une autre crise de la dette souveraine. Mais en fait, le centre a tenu. À chaque fois, l'électorat a opté contre la droite populiste. En France, l'ancien ministre charismatique du gouvernement de Hollande, Emmanuel Macron, qui a recueilli les suffrages de la droite et de la gauche, remporte la présidence puis les élections à l'Assemblée nationale. Ce qui dissipe le spectre populiste[88]. Lors de leur réunion du conseil de juin 2017, les dirigeants européens se montrent optimistes. L'UE a survécu. Elle avait dompté la gauche en Grèce et au Portugal. Elle a résisté à la poussée de l'extrême droite. Les négociations avec la Grande-Bretagne seraient douloureuses, mais déséquilibrées. L'Europe est de retour. Mais à l'été 2017, elle se voit confrontée à un nouveau défi à son identité et son rôle dans les affaires mondiales, un défi qui ne vient pas de l'intérieur, mais de l'extérieur. Il s'était annoncé un an plus tôt, depuis

un parcours de golf en Écosse, au lendemain du référendum sur le Brexit.

En ce vendredi matin ensoleillé, devant le club house de Turnberry Ayrshire, les caméras sont braquées sur un homme d'affaires américain qui se passionne pour le résultat du référendum[89] : « En gros, ils ont repris leur pays », déclare-t-il à son auditoire écossais dubitatif. Obama n'aurait jamais dû s'ingérer. « Ce n'est pas son pays, ce n'est pas sa partie du monde, il n'aurait pas dû le faire, et je pense que ses recommandations ont peut-être causé cet échec. » L'orateur s'identifie sans réserve avec les électeurs pro-Brexit. « Les gens veulent reprendre leur pays, ils veulent avoir l'indépendance dans un sens, et vous le voyez avec l'Europe, partout en Europe. […] Il va y avoir beaucoup d'autres cas où les gens vont vouloir reprendre leurs frontières, ils veulent récupérer leur argent, ils veulent récupérer beaucoup de choses, ils veulent pouvoir avoir de nouveau un pays. […] Les gens sont en colère, partout dans le monde, ils sont en colère. […] Ils sont en colère à propos des frontières, ils sont en colère contre les gens qui entrent dans le pays et prennent le contrôle, personne ne sait même qui ils sont. Ils sont en colère à propos de beaucoup, beaucoup de choses. »

L'orateur s'exprime mal. Il est mal informé. Il ne sait apparemment pas que son auditoire écossais a voté massivement contre le Brexit. Le lendemain du choc, l'UE a assurément bien d'autres choses à craindre. Mais ce qui attire l'attention, ce qui rend ses déclarations dignes d'intérêt, c'est que l'homme en question est le candidat présomptif du Parti républicain pour remplacer Barack Obama à la présidence des États-Unis.

Chapitre 24

TRUMP

Le soir du 21 juillet 2016, une robuste silhouette s'avance sur une estrade décorée de telle façon qu'elle évoque à la fois Captain America, *Citizen Kane* ou un rassemblement fasciste des années 1930. L'homme qui se dresse sous les projecteurs se prépare à tenir un discours dont il pense qu'il changera le cours de l'histoire américaine[1]. D'un ton incendiaire, il dénonce le gouvernement Obama. Il brosse le tableau inquiétant d'une Amérique en proie au terrorisme, à la violence et au chaos. Il affirme à son public que 180 000 immigrés clandestins sont au même instant en train « d'écumer » le pays, occupés à terroriser et assassiner d'innocents Américains. Et la vie de ses concitoyens devient de plus en plus difficile. « Les revenus des ménages ont baissé de plus de 4 000 dollars depuis l'an 2000. Notre déficit commercial a atteint un chiffre record – près de 800 milliards de dollars en une année. Le budget ne se porte pas mieux. Le président Obama a doublé notre dette nationale. […] Et tout ça pour quoi ? Nos routes et nos ponts tombent en morceaux, nos aéroports sont dans un état digne du tiers-monde, et 43 millions d'Américains vivent avec des coupons alimentaires. » Pourquoi les choses vont-elles si mal ? Parce que « les grandes entreprises, les médias des élites et les grands bailleurs de fonds » conspirent tous depuis des décennies pour saboter le système. Et ce sont ces mêmes forces qui soutiennent son adversaire. « Elle est leur marionnette, et c'est eux qui tirent les ficelles. » À ce moment-là, la foule réagit en scandant des slogans réclamant l'incarcération de la coupable. Face à cette conjuration des élites, l'orateur promet de se battre au nom des « négligés, des ignorés, des abandonnés, […] les ouvriers des usines licenciés, et les municipalités écrasées pour nos accords commerciaux

horribles et injustes, […] les hommes et les femmes oubliés de notre pays. Les gens qui travaillent dur mais qui ne peuvent plus se faire entendre. » « L'Histoire nous regarde, poursuit-il, attendant de voir si nous saurons être à la hauteur, si nous allons montrer au monde entier que l'Amérique est encore libre et indépendant et forte. » Sa réponse résonne dans tout le hall. Il promet une chose : « Faire passer l'Amérique d'abord. Notre credo, ça sera l'américanisme, pas le mondialisme. »

Si quelqu'un avait écrit un scénario décrivant comment une crise économique et le délitement de la démocratie provoqueraient un retour de bâton nationaliste aux États-Unis, un pareil dénouement aurait semblé un peu caricatural. Mais il ne s'agit pas d'un scénario. C'est aussi réel que possible. L'homme qui tient ce discours est bien ce magnat de l'immobilier, star de la télévision qui s'était posé en hélicoptère sur le parcours de golf de Turnberry, en Écosse, pour se régaler du Brexit un mois plus tôt. Donald Trump est candidat à la présidentielle américaine pour le Parti républicain, contre Hillary Clinton. Sa plus proche conseillère n'est autre que sa fille, Ivanka. Et si la tenue qu'elle portait à la convention vous avait plu, vous pouviez toujours la retrouver chez Macy's qui, sur Twitter, faisait la promotion de sa ligne de vêtements[2].

Le jour suivant, lors d'une conférence de presse dans la roseraie de la Maison-Blanche, le président Obama tente de rétablir un semblant de normalité. « L'idée que l'Amérique serait plus ou moins à la veille d'un effondrement, cette image de violence et de chaos omniprésent, déclare-t-il aux journalistes, ne colle pas vraiment avec l'expérience de la plupart des gens. J'espère que, le lendemain, les gens sont sortis se promener, que les oiseaux gazouillaient et que le soleil brillait, et cet après-midi, les gens iront voir leurs enfants faire du sport et aller à la piscine, et ils vont aller travailler et se préparer pour le week-end. Et surtout, je pense que c'est important, soyons absolument clairs, et rappelons que certaines des peurs exprimées durant cette semaine ne correspondent pas aux faits[3]. »

En juillet 2016, cette riposte d'Obama est accueillie par beaucoup comme une dose salutaire de bon sens. Avec le recul, la déclaration du président sur les oiseaux qui « gazouillaient » et les enfants savourant un long et brûlant été américain peut être interprétée autrement. Elle trahit la complaisance qui a fini par coûter la présidentielle aux démocrates. L'équipe Clinton n'a pas voulu prendre au sérieux le tableau de l'Amérique moderne dépeint par son adversaire. Le 8 novembre, Trump leur impose sa réalité. Si Clinton empoche de nombreuses voix dans l'État de New York et en Californie, et remporte le vote populaire, c'est Trump qui décroche une courte majorité et devient ainsi le futur quarante-cinquième président des États-Unis.

C'est l'événement le plus déconcertant qu'ait connu la classe politique américaine depuis des générations. L'impensable s'est produit. L'establishment démocrate était pourtant confiant en 2016. Certes, depuis 2008, les élections législatives se passaient mal. Mais 2012 a confirmé la conviction des démocrates que la présidence leur appartient[4]. Sous leur direction, l'Amérique a résisté à la crise. À mesure que les Américains reviennent à la normalité post-crise, la domination inévitable du Parti démocrate, plus moderne et plus divers, se fera sentir. La société américaine a sans doute de gros problèmes. L'économie ne fonctionne pas à la vitesse qu'ils auraient souhaitée. Mais une fois que Clinton et la dernière génération de technocrates du Parti démocrate auront repris les choses en mains, tout pourrait être réglé. L'Affordable Care Act d'Obama et Dodd-Frank sont un début. Ce dont l'Amérique a besoin, ce sont d'autres mesures du même genre. Face à cela, qu'est-ce que les républicains ont à offrir ? Trump est non seulement personnellement inapte à assumer de hautes fonctions, mais sa vision sombre de la crise américaine est déconnectée de la réalité.

Tout compte fait, l'année 2012 les a induits en erreur. Obama s'était représenté en tant président sortant modérément populaire, et son adversaire républicain, Mitt Romney, un gouverneur mormon du Massachusetts avec un bilan très

médiatisé en matière de capital-risque, aurait difficilement pu être moins à même de maîtriser le mécontentement populaire. Quatre ans plus tard, Obama s'est retiré du jeu et tout est possible dans le camp républicain. Par conséquent, la course à la présidentielle de 2016 s'est révélée davantage axée sur la crise financière de 2008 que celle de 2012. Le résultat s'est révélé explosif et imprévisible.

I

L'empreinte la plus évidente de la crise financière de 2008 sur l'élection de 2016 est le fait que Bernie Sanders ait pu être un sérieux candidat à l'investiture du Parti démocrate. Sanders n'est même pas membre du parti. C'est un socialiste démocratique autoproclamé. Et un ennemi avéré de Wall Street. En 2008, il a voté contre le TARP. Il a appelé à la dissolution des grandes banques. Il souhaite que les banquiers soient mis derrière les barreaux et réclame un retour à la réglementation bancaire du New Deal. Ses troupes sont galvanisées par l'esprit d'Occupy. Il est très populaire auprès des indépendants et des jeunes[5]. Le fait que Sanders soit viable en tant que candidat reflétait la conclusion des sondages selon lesquels, parmi les électeurs américains de moins de trente ans, le socialisme a meilleure réputation que le capitalisme[6]. La colère de 2008 était encore très vive et Sanders l'a attisée. Pas un meeting sans que les foules ne crient leur indignation face au renflouement. Les Américains de la rue peinent à s'arracher à la récession. Comme l'a souligné Sanders avec sa verve caractéristique en septembre 2015, applaudissant la décision de la Fed de ne pas augmenter les taux d'intérêt : « Au moment où le chômage réel dépasse 10 %, nous devons faire tout notre possible pour créer des millions d'emplois et augmenter les salaires du peuple américain. Il est maintenant temps pour la Fed d'agir avec le même sentiment d'urgence pour reconstruire la classe moyenne en voie de disparition que pour renflouer les banques de Wall Street il y a sept ans[7]. »

Le fait d'invoquer l'injustice historique de 2008 ne plaît pas qu'à la base de « Bernie ». C'est une arme excellente pour s'en prendre à celle qui est en tête des primaires, Hillary Clinton. Clinton est l'incarnation même de la classe politique. Ancienne secrétaire d'État et sénatrice de New York, en tant que telle, elle est irrémédiablement empêtrée dans Wall Street [8]. Au printemps 2016, Clinton et Sanders s'affrontent au sujet de Dodd-Frank.

Sanders veut revenir au moment décisif de 2009 pour faire les choses correctement, autrement dit démanteler les banques. La réponse de Clinton est que Dodd-Frank doit être rigoureusement appliqué. Ce qui incite Sanders à demander si la réticence de Clinton a quelque chose à voir avec les 600 000 dollars d'honoraires qu'elle a touchés en effectuant des conférences pour Goldman Sachs. Accepterait-elle d'en publier les transcriptions[9] ?

Pour la gauche, les conférences de Clinton chez Goldman Sachs sont ce que ses mails sur la Libye sont pour ses adversaires de droite : une preuve de plus qu'elle n'est pas fiable. À quel point Clinton est-elle impliquée dans la banque désormais mieux connue sous le nom de « calmar vampire[10] » ? Même le *New York Times* appelle Clinton à publier le texte de ses interventions. Considérant le problème, ses directeurs de campagne décident que les textes de Clinton ne sont en fait pas adaptés à la consommation publique. Elle aurait l'air trop amicale envers les banques[11]. Nous le savons parce que, à partir de juillet, alors qu'elle est sur le point de remporter la nomination, des mémos internes de la campagne de Clinton commencent à apparaître en masse sur Wikileaks. La question de savoir qui, en réalité, a compromis la sécurité de la machine du Parti démocrate va se transformer en un conflit technique et juridique complexe[12]. Mais à l'époque, il est communément admis que les coupables sont des pirates informatiques ayant des liens avec la Russie[13]. La confrontation croissante avec Poutine, qui avait pris de nouvelles proportions avec l'Ukraine et la Syrie, rejaillit-elle alors sur les États-Unis et sur Clinton en particulier ? Dans les coulisses, les services de renseignement américains se démènent pour dévoiler l'ampleur de l'ingérence russe dans l'élection présidentielle américaine. Sur la base de sources internes au Kremlin, ils sont obligés de conclure que, compte tenu de l'hostilité bien connue de Clinton à l'égard du régime de Poutine, Moscou entreprend tout ce qui est en son pouvoir pour faire dérailler sa campagne. Même si les Russes ne peuvent pas

modifier le résultat, ils feront de leur mieux pour saper la légitimité du système politique américain, déjà fragile. Moscou rappelle ainsi que l'Amérique n'est pas la seule à pouvoir jouer au jeu du changement de régime. À l'automne, Obama soupèse sérieusement ses options, y compris des sanctions qui, selon les termes d'une source anonyme proche du gouvernement, équivaudraient à « transformer en cratère » l'économie russe[14]. Ce scénario n'a pas vu le jour, parce que Poutine a fait marche arrière. Mais il est clair que ce ne sera pas une élection ordinaire. Il suffit de considérer ce qui se passe du côté républicain pour s'en convaincre.

Si la joute au sein du Parti démocrate répondait à une logique claire de gauche contre la droite et que l'establishment maintenait son emprise, ce qui arrive chez les républicains est plus déconcertant. Le parti conservateur est hors de contrôle. En réalité, le parti n'a jamais récupéré du naufrage de la présidence Bush, du choc de 2008 et de la mobilisation du Tea Party déclenchée par la crise financière. Les divisions au sein du parti qui ont précipité les crises budgétaires du Congrès en 2011 et 2013 sont plus profondes que jamais. En 2013, l'arrêt de l'administration d'État a été annulé en raison de la menace de faillite, mais la droite a goûté au sang. Tout d'abord, en juin 2014, ils déboulonnent le chef des républicains à la Chambre, Eric Cantor, au cours d'une primaire. Puis, en octobre 2015, le président de la Chambre, John Boehner, est renversé par une mobilisation du Freedom Caucus ultraconservateur[15]. Le parti étant en pleine tourmente, les candidats à la présidence qui devaient dominer les primaires présidentielles – des personnalités comme Jeb Bush – sont rapidement éliminés. Ce sont les enfants chéris de la droite qui occupent les premiers rangs. « L'argent noir » des bailleurs de fonds milliardaires, emmenés par les frères Koch, appuie Ted Cruz, le sénateur du Texas[16]. Mais c'est Trump qui a remporté les votes de la base républicaine par une majorité de presque deux voix contre une[17].

Si Jamie Dimon a plaisanté en disant que pour comprendre

Dodd-Frank, il fallait avoir recours aux services d'un avocat et d'un psychiatre, il en va sans doute de même pour qui tente de décrypter Donald Trump. Mais les historiens peuvent y aider aussi[18]. Trump offre à une époque contemporaine désorientée un retour en arrière. Né en 1946, la même année que Bill Clinton, Trump prendra ses fonctions à l'âge de soixante-dix ans, recyclant une version aigre de l'aventure des baby-boomers, qui dans les années 1990 pouvait encore faire rêver. L'attitude raciste d e Trump rappelle les animosités du temps de la lutte pour les droits civiques, la déségrégation et New York dans les années 1970. Sa grossièreté et son sexisme évoquent le Manhattan des années 1980, lorsque les traders se félicitaient en se traitant de « grosses bites ». Le sentiment de crise nationale qui a été le moteur de sa campagne est un relent moins du passé que des premiers instants où les Américains modernes ont senti le monde changer autour d'eux – la fin des années 1970 et le début des années 1980. Le traumatisme de la défaite au Vietnam, la crise urbaine en Amérique et l'hostilité haineuse envers le Japon – trente ans plus tard, Trump continuait de jouer sur ces peurs, transposées à de nouveaux ennemis : la Chine, l'Islam et les immigrants latinos sans papiers.

Son principal argument consiste à se présenter comme un homme d'affaires, un négociateur. Et puisqu'il travaille dans l'immobilier, Trump a vécu le cycle économique américain de près. Comme Hyman Minsky, l'analyste légendaire des crises financières, le faisait déjà remarquer en 1990, Donald Trump est l'incarnation vivante du capitaliste de la formule de Ponzi, vivant au jour le jour en empruntant contre l'appréciation attendue de ses actifs[19]. En conséquence de quoi sa carrière a été ponctuée de crises. Il a été durement touché par la récession du début des années 1990, perdant presque toutes ses activités. En 2008, il a été moins vulnérable, se diversifiant dans les médias et les marques. Mais son exposition immobilière était encore significative. En fait, il a même cherché à l'augmenter. En 2006, il a lancé un courtier en hypothèques et a annoncé son intention

d'ouvrir une société de prêts hypothécaires. Heureusement pour Trump, ni l'un ni l'autre n'ont vu le jour. En 2008, son activité dans les casinos fait de nouveau faillite, et finirait par fermer. Mais la véritable vulnérabilité de Trump, c'est un gigantesque projet de construction d'immeubles d'appartements à Chicago[20]. C'est un projet spectaculaire, le plus haut bâtiment à avoir été construit aux États-Unis depuis la tour Sears, et les ventes se sont à l'origine bien passées. Mais en 2008, les ventes d'appartement cessent à Chicago. À l'automne, il est clair que Trump et ses partenaires commerciaux sont en difficulté. Depuis ses faillites des années 1990, Trump n'est plus en bons termes avec les grandes banques américaines. Le projet de Chicago a donc été financé principalement par la branche immobilière nord-américaine de la Deutsche Bank. Au cours de la première semaine de novembre 2008, alors que Barack Obama célèbre sa victoire électorale avec sa base de Chicago en adoration, la Deutsche et Trump entrent en guerre. La Deutsche réclame 40 millions de dollars, dont Trump est personnellement redevable. Trump réplique par une riposte juridique d'une audace étonnante. Il affirme que la plus grande crise financière depuis 1929 constitue un cas de force majeure, assimilable à une catastrophe naturelle. Il réclame donc plus de temps pour que le projet soit rentable. L'action intentée par la Deutsche est typique d'un de ces prêteurs prédateurs et dangereux qui ont contribué à provoquer la crise. Contre-attaquant, Trump réclame une indemnité de 3 milliards de dollars pour le dommage causé à sa réputation. Ce n'est que de la gesticulation juridique, mais cela lui permet de gagner du temps.

Quand il se retrouve le dos au mur, Trump est avant tout pragmatique et il n'est certainement pas du genre à se soucier des principes de l'économie de marché. Face à la crise de 2008, il sait que les entreprises américaines ont besoin de toute l'aide possible. Il a acquis des décennies d'expérience à récolter les subventions offertes par le gouvernement américain. Il aime le style d'Obama. 2009 n'est pas le bon moment pour rejoindre

le mouvement anti-Obama. Comme il le fait remarquer à un animateur de Fox News perplexe, commentant une première apparition d'Obama : « Je pense qu'il [Obama] a fait un travail formidable. [...] C'est un homme fort qui sait ce qu'il veut et c'est ce dont nous avons besoin. [...] On dirait qu'on a là quelqu'un qui sait enfin ce qu'il fait aux commandes, et il a effectivement hérité d'un énorme problème. Il a mis les pieds dans le pétrin. » Au sujet du plan de relance d'Obama, Trump se montre également convaincu : « Eh bien, il fallait faire quelque chose. Et que ce soit parfait ou non, rien n'est parfait. Tout ça, c'est un truc où il faut essayer, et faire des erreurs. [...] C'est très, très difficile, nous vivons... nous vivons la pire des années, les deux ou trois dernières années, depuis la Grande Dépression. Et vous avez mentionné le début des années 1980. Je veux dire, le début des années 1980 est complètement effacé par cette histoire. [...] Quand vous regardez les banques, si des milliers de milliards de dollars n'avaient pas été versés dans les banques, vous auriez un système bancaire insolvable, et on serait absolument en 1929. Ils ont fait ce qu'il fallait[21]. » Si Trump est disposé à soutenir à contrecœur le renflouement bancaire, il est tout à fait enthousiaste quand il s'agit d'aider Detroit : « Je pense que le gouvernement devrait les soutenir à 100 %. On ne peut pas perdre les entreprises automobiles. Elles sont formidables. Elles fabriquent des produits merveilleux. » Lorsque des intervieweurs conservateurs cherchent à le faire parler des baisses d'impôt, ils jouent sur du velours. Trump n'aime pas payer des impôts. Mais il ne change pas d'avis au sujet des dépenses de relance. « Mettre en place des infrastructures, construire des grands projets, mettre les gens au travail », c'est la bonne chose à faire[22].

Six ans après la crise, l'enthousiasme de Trump en faveur d'une présidence active, engagée et « forte » ne se dément pas. Ce qui a changé, c'est son attitude à l'égard d'Obama, qui est passée de l'admiration à une animosité insultante. C'est ce qui lui a permis de rejoindre la droite : non une affinité politique ou intellectuelle, mais l'absurdité des tabloïds comme le *National*

Enquirer et les histoires de complot autour de la naissance d'Obama. Bien qu'il se soit adressé à un public issu des minorités au début de sa carrière télévisée, Trump joue maintenant la carte de la race[23]. En 2013, la défaite de Romney ayant radicalisé la droite, Trump se positionne de manière encore plus agressive comme porte-parole de la branche anti-immigration du Parti républicain. En 2014, il a lancé l'idée de construire un « mur » et a littéralement déposé le slogan « Make America Great Again » (MAGA, Rendre sa grandeur à l'Amérique). La xénophobie, le nationalisme et une description apocalyptique de la situation américaine ont fait le reste. L'aile droite apprécie le slogan de Trump, autant pour ce qu'il semble reconnaître du présent que pour ce qu'il promet pour l'avenir : l'Amérique, leur Amérique, va mal.

Si, au cours des primaires républicaines, c'est avant tout l'appel sans réserve de Trump aux électeurs blancs de sexe masculin qui a fait pencher la balance, ce qui est inquiétant pour la création du parti, c'est la corrélation avec son appel au nationalisme économique. Depuis les années 1980, la direction du parti est enchaînée au mât de la mondialisation. L'idée de l'ALENA a été lancée par le gouvernement Reagan. Il a été conçu par Bush senior pour être mis à exécution en 1993 par Clinton. Dans les années 1990, la « mondialisation » était un projet bipartisan associant les républicains et l'aile rubinite du Parti démocrate. Leur offensive ne s'est pas limitée aux biens et aux capitaux. Elle s'est aussi étendue à la main-d'œuvre. Le lobby des entreprises était en faveur d'une réforme de l'immigration, qui accorderait des permis de séjour à la main-d'œuvre nombreuse et bon marché des migrants sans papiers. L'opposition à toute forme de réglementation, la « libération » de la main-d'œuvre, des biens et des capitaux constituent le socle idéologique qui reliait les intérêts commerciaux américains en un seul bloc, des petits entrepreneurs aux gens de Davos. Dans certains secteurs, peut-être plus particulièrement dans les mines de charbon, cette alliance n'avait pas d'emprise. Dans

les industries polluantes telles que les combustibles fossiles, l'opposition au mondialisme, le rejet de la politique du changement climatique et l'attrait du nationalisme américain des cols-bleus ne s'accordaient que trop[24]. Mais c'étaient là des exceptions. Dans l'ensemble, le Parti républicain maintenait une trêve fragile entre sa base nationaliste et son leadership mondialiste. Dans les années 1990, le militant nationaliste de droite Pat Buchanan a menacé à deux reprises de rompre cet équilibre fragile. Mais c'est la dislocation progressive de la cohérence des partis après 2008 qui l'a vraiment fait voler en éclats. En 2015, Trump a fait irruption sur la scène avec le fervent soutien de l'ultradroite, et il a transformé le débat. Sans se préoccuper de la doctrine économique, sa version modernisée de l'anti-japonisme des années 1970 a électrisé le parti, promettant de chasser les « clandestins » et de ramener des emplois de cols-bleus en Amérique. Derrière leur nouveau chef de tribu, les républicains ont abandonné le libre-échange en masse. Le pourcentage d'entre eux estimant que les accords de libre-échange étaient mauvais pour l'Amérique est passé de 36 % en 2014 à 68 % deux ans plus tard. À ce stade, seuls 24 % des républicains sont toujours prêts à brandir l'étendard du libre-échange[25].

L'élite républicaine est désemparée, alors que Trump fait voile vers la nomination. « Les piliers du programme économique républicain se sont complètement effondrés, reconnaît un membre de l'American Enterprise Institute. Ils ont disparu, du moins pour cette élection[26]. » La Chambre de commerce des États-Unis ne s'est pas rendue sans combattre, défiant ouvertement le candidat républicain sur la question du commerce. Mais en vain[27]. Trump et le programme protectionniste ont triomphé.

Ce qui aboutit à l'été 2016 à une inversion remarquable. Bien que les méga-donateurs oligarchiques œuvrent activement dans les coulisses à attiser le radicalisme de droite, les grandes entreprises américaines ne veulent plus être associées aux

républicains. Lorsque Romney a remporté la nomination du parti en 2012, les financiers se sont bousculés pour se rallier à lui. Les entreprises américaines ont fait la queue pour parrainer la convention républicaine à Tampa. En 2016, aucun grand nom de la finance américaine ne veut être associé au programme que Trump reprendra dans son discours de nomination apocalyptique. Même si certains des principaux dirigeants de Wall Street éprouvent de la loyauté envers le parti conservateur, ils ne peuvent pas supporter Trump et ne veulent pas risquer d'insulter leurs clients ou leurs employés. C'est une question de culture d'entreprise. Comme un conseiller en relations publiques l'a dit : « Toute entreprise considérera cela en se demandant si elle tient à ce que son P-DG partage la scène à Davos, Aspen ou Sun Valley avec le candidat républicain. Si la réponse est non, on ne les verra pas à Cleveland. » Il est à noter que le consultant a jugé nécessaire de s'expliquer : « Le risque de violence à la convention », entre manifestants pro- et anti-Trump, « est secondaire car la sécurité sera maximale sur place ». L'atmosphère montante de guerre civile en Amérique est moins préoccupante que la question de savoir « si M. Trump et les idées qu'il [...] représente correspondent à la marque et au business plan d'une entreprise[28] ». Personne ne voulait voir de « drapeaux confédérés brandis au-dessus de marques commerciales[29] ».

Et la crise financière de 2008 n'était pas seulement à l'esprit des partisans de Sanders. Dans les pages du *Washington Post,* l'ancien secrétaire au Trésor, Hank Paulson, pose la question suivante : « Que se serait-il passé si un semeur de zizanie comme Trump avait été président pendant la crise financière de 2008 ? [...] La seule raison pour laquelle nous avons évité une nouvelle Grande Dépression, c'est que les républicains et les démocrates se sont associés pour voter en faveur du Troubled Asset Relief Program[30]. » À vrai dire, Paulson le savait, cette association bipartisane de 2008 n'avait pas été facile. Les divisions au sein du Parti républicain avaient failli faire échouer les efforts du gouvernement Bush pour contenir la panique bancaire mondiale.

Ce sont la Maison-Blanche de Bush et les démocrates, et non leurs homologues républicains au Congrès, qui ont adopté les mesures impopulaires de lutte contre la crise. Et maintenant, Paulson prévient : « Nous assistons à un détournement populiste de l'un des grands partis politiques des États-Unis. Le Parti républicain, en plaçant Trump en tête du peloton, approuve une forme de populisme enracinée dans l'ignorance, les préjugés, la peur et l'isolationnisme[31]. » Ce déraillement d'un des principaux partis politiques américains représente une menace qui n'est pas moins systémique. Pour Paulson, il ne reste qu'un choix possible. Il appelle ses compatriotes à soutenir Clinton.

En toute justice, Trump aurait pu le démentir en rappelant ses antécédents. En 2008, il avait vigoureusement applaudi le plan de sauvetage. Mais Trump, en 2016, n'avait aucune envie de le rappeler à ses partisans. Le « candidat Trump » n'est plus le négociant flambeur de New York en 2008. Il s'est transformé en quelque chose de nettement plus sombre. Steve Bannon, l'impresario sulfureux de Breitbart et « léniniste » autoproclamé de la fermeture administrative de 2013, dirige sa campagne présidentielle. Il est trop heureux de relever le défi de Paulson. Dans la vision sinistre qu'a Bannon de l'histoire américaine, le matin du 18 septembre 2008, lorsque Paulson et Bernanke ont confronté le président Bush à la nécessité d'un renflouement massif, a marqué l'entrée dans une nouvelle ère, ce que Bannon a appelé le « quatrième tournant », le début d'une phase d'affrontements apocalyptiques[32]. Le matin du 18 septembre 2008, les États-Unis ont failli perdre leur âme. Pour Bannon, la présidence de Trump a pour mission de reprendre le contrôle du pays à l'élite mondialiste. Comme le proclame le spot télévisé final de la campagne de Trump : « C'est une structure de pouvoir mondiale responsable des décisions économiques qui ont ruiné notre classe ouvrière, dépouillé notre pays de sa richesse et mis cet argent dans les poches d'une poignée de grandes sociétés et entités politiques[33]. » Les images accompagnant la voix off

donnaient des visages à cette structure de pouvoir mondiale : George Soros, la présidente de la Fed, Janet Yellen, et Lloyd Blankfein, de Goldman Sachs. De la part de l'homme d'affaires le plus riche qui ait jamais été candidat à la présidence, c'était un message remarquablement hostile aux affaires. C'était aussi le spot de campagne le plus antisémite de l'histoire récente. Que l'on soit d'accord ou non avec Bannon, on ne pouvait nier que la politique américaine avait fait du chemin depuis le début de la crise.

En 2007, le quotidien zurichois *Tages-Anzeiger* avait demandé à l'ancien président de la Fed, Alan Greenspan, quel candidat il soutiendrait lors de la prochaine élection présidentielle. Sa réponse a été frappante. Peu importe comment il voterait, a déclaré Greenspan, car « (nous) avons la chance que, grâce à la mondialisation, les décisions politiques aux États-Unis aient été largement remplacées par les forces du marché mondial. À l'exception de la sécurité nationale, qui sera le prochain président ne fait guère de différence. Le monde est gouverné par les forces du marché[34] ». C'était le credo d'une ère de mondialisation sans alternatives. Bien sûr, Greenspan ne se contentait pas d'approuver un monde régi par les forces du marché, il avait fait plus que sa part pour le créer. En tant que président de la Fed, il avait fait des marchés l'arbitre ultime de la politique économique américaine. Dans les premières années de la présidence de Clinton, il avait aidé à mener les démocrates vers un nouveau partenariat avec Wall Street, limitant ainsi davantage les alternatives politiques proposées.
La mondialisation n'était pas un processus naturel, opposé à la politique. Elle a été façonnée depuis les années 1940 par une alliance de politiciens américains, d'élites commerciales et d'experts politiques comme Greenspan. L'élection de 2016 a révélé à quel point la crise de 2008 avait ébranlé cette alliance et le monde qu'elle avait créé. Plus fondamentalement, la crise a exposé la profonde irréalité de la conception de Greenspan d'un monde régi par les marchés. Le gouvernement par les forces du

marché était au mieux fragile. Alors que le système financier mondial implosait, ce sont les marchés eux-mêmes qui ont eu besoin d'être gouvernés, par une intervention de l'État à une échelle gigantesque. Et cela signifie que ceux qui gouvernent et les bases de leur soutien politique ne sont pas accessoires. Les élections et la politique des partis importent. En effet, face aux choix de 2016, même Alan Greenspan ne feignait plus d'être indifférent. Contrairement à Paulson, il ne pouvait se résoudre à cautionner Clinton. Mais il avertit les journalistes que « l'environnement économique et politique » était le pire auquel il ait « jamais eu affaire de près ou de loin ». Il se dit profondément préoccupé par le fait que des « cinglés » risquaient de saper l'Amérique. Et contrairement à son assurance de dix ans plus tôt, il admet maintenant que « politiquement, je ne sais absolument pas où ça va[35] ».

La campagne de Trump peut paraître démente, mais elle sait ce qu'elle fait. Les médias en ligne répliquent immédiatement. « Qui Greenspan traite-t-il de cinglé ? » Et ils retournent ensuite le compliment à l'ancien président de la Fed et ses successeurs. Les positions politiques de Trump étaient-elles « plus cinglées [que] des taux d'intérêt négatifs ? Plus que de payer des banques pour garder des fonds prêtables dans des comptes de dépôt stériles à la Fed ? Plus que de faire en sorte que la Fed achète des milliers de milliards de dollars de dette publique, remette les paiements d'intérêts à la trésorerie et les comptabilise ensuite en recettes du budget fédéral[36] ? ». Si tout cela passe désormais pour une politique monétaire normale, leur candidat était-il « cinglé » pour avoir reproché à la Fed d'avoir alimenté une « fausse économie » et un « marché boursier artificiel » ? Avec le bilan de la Fed porté à 4 400 milliards de dollars en quête d'un objectif de plein-emploi imposé par la loi adoptée à l'époque de Jimmy Carter, pourrait-on nier sérieusement que l'économie était politisée[37] ? Les campagnes de Trump et Sanders étaient-elles délirantes ou trahissaient-elles simplement ce qui aurait dû être évident : le fiasco du projet de la génération de Greenspan ?

La mondialisation financière que Greenspan et ses acolytes avaient tant fait pour institutionnaliser en tant que processus quasi naturel avait été exposée comme ce qu'elle était, une institution, un artifice politique et juridique délibéré ayant de lourdes conséquences sur la répartition des richesses et du pouvoir.

II

Elles ont beau perturber le statu quo, à l'été 2016, la réponse la plus courante aux campagnes de Trump et Sanders consiste à les rejeter. Elles font peur, mais elles ne dureront pas. Dès que Clinton aurait éliminé Sanders, elle écraserait littéralement Trump. Alors que l'ultradroite continue à donner le ton, les donateurs républicains transfèrent leur argent de la campagne présidentielle sur les élections de la Chambre et du Sénat en vue de garantir que, en tant que présidente, Hillary Clinton soit face à un Congrès résolument hostile. Seuls le noyau dur de la campagne de Trump et l'audience de Fox News, englués dans ce que le grand public dénonce comme une « réalité alternative », continuent de croire en la victoire. Le soir de l'échéance, alors même que les résultats tournent en faveur de Trump, les médias traditionnels peinent à masquer leur incrédulité et leur consternation[38]. En quelques heures, les récriminations et les accusations commencent à voler. C'est la classe ouvrière blanche et les racistes qui se sont ralliés à Trump. Les femmes et les minorités n'ont pas soutenu Clinton. Ou alors, c'est un coup de l'ingérence russe. Dans le monde entier, des forces s'alliaient contre le libéralisme. Le président Obama lui-même a déclaré que Trump, comme le Brexit, était une expression de contestation contre la mondialisation[39].

En fait, quand on se plonge dans les rouages du vote, on s'aperçoit que les électeurs de Trump sont plus aisés que l'Américain moyen[40]. Les électeurs ayant les revenus les plus modestes ont continué à voter démocrate, en particulier dans les minorités. Mais une comptabilité détaillée des statistiques électorales a montré un changement significatif en faveur des républicains parmi les électeurs blancs de sexe masculin ayant un niveau de scolarité inférieur au niveau universitaire. C'est moins la misère immédiate que l'inquiétude quant à l'avenir qui a conduit au vote en faveur de Trump, des craintes qui, dans la population blanche, sont associées à l'hostilité vis-à-vis

des Latino-Américains et au rejet masculin de la réussite sociale féminine[41]. Trump a fait mieux que Romney dans les États où l'industrie lourde a été sinistrée. Un racisme réflexe et le nationalisme se sont emparés de cet électorat. Même une question comme le commerce est saturée de marqueurs raciaux[42]. Dans un spot publicitaire après l'autre, le visage de l'ouvrier américain déplacé par les importations étrangères était celui d'un homme blanc et costaud. Et ça a fonctionné. Concentrant leurs efforts là où il fallait, les républicains ont été présents physiquement et ont consacré du temps médiatique aux principaux États du Midwest que les démocrates considéraient comme leur appartenant de droit. La complaisance, le refus de reconnaître la réalité de la séduction de Trump ont pesé lourd. Les démocrates n'ont rien fait pour contrer le « mythe[43] » industriel de Trump. En réponse aux appels brutaux de Trump au nationalisme des hommes blancs, Clinton s'est distinguée par une morne conformité aux conventions polies du mondialisme des entreprises. Cela n'a pas marché auprès des 7 millions d'Américains qui avaient voté pour Obama et qui sont maintenant passés à Trump. Ils cherchaient un candidat qui, apparemment, ne représentait pas l'establishment. Bien qu'ils aient constitué seulement 4 % de l'électorat, leurs votes ont suffi à donner le Michigan, la Pennsylvanie et le Wisconsin aux républicains, ce qui neutralisait les énormes chiffres de Clinton à New York et en Californie. Ce que les responsables démocrates n'ont pas compris, c'était qu'ils étaient là pour gagner, et non pour perdre[44]. Clinton se présentait à la succession d'un président démocrate qui avait gouverné durant deux mandats successifs. Un changement était à l'ordre du jour. L'économie n'était peut-être pas dans la situation catastrophique dépeinte par Trump, mais elle n'était pas en plein essor. Pour surmonter ces handicaps, Clinton devait dynamiser la base démocratique. Ce qu'elle n'a absolument pas fait.

Dans la foulée, le choc de l'élection de Trump provoque une stupeur et une perplexité rappelant le Brexit. Si Donald

Trump a été élu président, qui dirigeait vraiment l'Amérique ? Une fraction de l'establishment interviendrait sûrement pour restreindre ou réorienter ce choix populaire aberrant[45]. La notion du « Deep State », le gouvernement omnipotent, ne ressortit plus des théories du complot marginalisées ou de la critique radicale ; c'est le discours des médias grand public, au point d'influencer l'équipe Trump elle-même, qui se met à faire circuler des mémorandums sur les représentants du gouvernement omnipotent contre lesquels ils auraient à se battre[46]. Le FBI et la CIA sont en train d'analyser les preuves d'une ingérence russe, et Trump, lui, à l'air prêt à en découdre. Aussi, c'est de l'appareil de sécurité et des défenseurs de la loi que l'on espère une réaction. En vérité, l'ensemble de l'establishment des États-Unis s'était opposé au président élu. En août 2016, le *Wall Street Journal* contacte tous les membres encore vivants du Comité des conseillers économiques du président, à l'époque de Richard Nixon – tous les quarante-cinq. Bien que vingt-trois aient été nommés par les républicains, aucun ne soutiendrait Trump[47].

Trump ne recule pas. S'il y a une chose pour laquelle il a été élu, c'est pour faire bouger les choses. C'est synonyme de conflit, et plus il sera bruyant et violent, mieux cela vaudra. Il est déterminé à appliquer son programme de nationalisme économique. Ce n'est même pas un choix. C'est tout ce qu'il connaît. En décembre 2016, il est intervenu auprès de Carrier, un fabricant de fours et de climatiseurs d'Indianapolis, pour le persuader de conserver un millier d'emplois aux États-Unis. L'État de l'Indiana, dont Mike Pence, vice-président de Trump, était gouverneur, a déboursé des millions de dollars en allègements fiscaux. Les porte-parole de la société annoncent complaisamment qu'ils ont confiance dans la promesse de Trump de réformer le code fiscal des sociétés et d'améliorer la situation des entreprises aux États-Unis. Ensuite, le président élu se rend à Indianapolis pour saluer son premier succès en matière de politique économique et pour révéler une autre raison

pour laquelle United Technologies, la société mère de Carrier, aurait pu souhaiter coopérer. « Les entreprises ne vont plus quitter les États-Unis sans conséquences, déclare Trump d'un ton menaçant. Ça n'arrivera pas. [...] Ça va être très, très difficile de quitter le pays[48]. » Ou comme il l'a tweeté plus tard pendant le week-end : « Toute entreprise qui quitte notre pays pour un autre, licencie ses employés, construit une nouvelle usine ou installation dans l'autre pays, et pense ensuite qu'elle va vendre son produit aux États-Unis sans représailles ni conséquences, se TROMPE ! »

Pour les commentateurs conventionnels, c'est stupéfiant. Le président élu n'a-t-il pas compris que le succès des entreprises américaines dépendait précisément de leur capacité à déployer de la main-d'œuvre et des capitaux à l'échelle mondiale ? Comme le soulignent plusieurs observateurs, son ton menaçant rappelle « plus le populisme de Hugo Chavez que ne serait-ce que quelque chose que pourrait dire Bernie Sanders. C'est le genre de menaces qui trouverait son expression ultime dans le contrôle des changes – cet instrument préféré des dictateurs économiques du monde entier[49] ». Si un homme de gauche avait commis de telles provocations, à moins d'une intervention du Trésor et de la Fed, les marchés auraient chuté. Mais rien de la sorte ne s'est produit à la suite de l'élection de Trump. Trump est un challenger, mais tous les challengers ne se ressemblent pas. Les électeurs démocrates, déjà en proie à la morosité économique, sombrent dans un profond chagrin politique. Mais ce qui est non moins remarquable, c'est la réaction de l'autre camp. Les partisans républicains de toutes sortes – des électeurs réguliers aux petites entreprises et aux traders sur les marchés financiers – rayonnent d'un optimisme nouveau[50]. C'est sans doute quelque peu gênant pour les grands pontes de Wall Street qui pensent que le nouveau président est incompatible avec leurs « valeurs de marque », mais les actions bancaires sont celles qui réalisent les plus gros gains. Trump adore parler de l'abolition de Dodd-Frank. Si cela se produit, ce sera bon pour les banques, du

moins à court terme. Les valeurs liées aux prestations de santé ont grimpé à mesure que les marchés anticipaient un retrait de l'Obamacare et des réductions de coûts. Les valeurs liées aux infrastructures ont également augmenté. Pendant ce temps, les obligations cédées dans la perspective d'une « Trumpflation » font qu'il est d'autant plus probable que la Fed augmentera ses taux[51].

Et cette « hausse Trump » ne fait que se confirmer quand le président commence à recruter une équipe. Il s'entoure de loyalistes et d'idéologues. Il ne fait aucune concession sur le fond de la politique, mais élargit sa coalition en invitant dans son gouvernement de riches dirigeants d'entreprise et des généraux. La chose la plus étonnante, compte tenu de la rhétorique menaçante de son dernier spot, est le retour de Wall Street. Trump aurait prétendument sondé Jamie Dimon de J.P. Morgan pour le poste de secrétaire au Trésor avant de se tourner vers une autre solution évidente, Goldman Sachs. Les deux principaux postes au Trésor doivent être occupés par des hommes – Steve Mnuchin et Jim Donovan – qui viennent de Goldman Sachs. Dina Powell, devenue une assistante influente à la Maison-Blanche, a auparavant dirigé les efforts philanthropiques de la banque. Le directeur du Conseil économique national, Gary Cohn, était auparavant président de Goldman. Dans le même temps, pour diriger la Securities and Exchange Commission, l'équipe de Trump propose un partenaire du principal cabinet d'avocats de Goldman, Sullivan & Cromwell. Le chef de cabinet de la Maison-Blanche s'inquiète alors du qu'en-dira-t-on, mais ses craintes sont apaisées par le retrait de Donovan[52].

Pour un esprit politique conventionnel respectueux des programmes, cela constitue une contradiction flagrante et laisse entendre que l'establishment est en train de reprendre le contrôle. Mais rien ne dit que Trump ait compris le principe du respect d'un programme politique au sens classique du terme. Ce qu'il comprend, ou en tout cas la sphère dans laquelle il vit, c'est un monde de pouvoir plus brut, un monde dominé par

une logique unique : intimider ou être intimidé. Comme l'a dit un commentateur, Trump considérait le monde comme « une sorte de marché immobilier de Manhattan au sens large, une dangereuse fosse aux serpents où les forts et les affamés mangent les faibles et les doux[53] ». Vu sous cet angle, le fait que Trump s'en soit pris aux dirigeants de Wall Street avant de les recruter dans son équipe n'est pas un signe de contradiction ou de trahison de ses propres idées. C'est le signe de son triomphe. Le populisme de Trump ne s'articule pas tant autour de la politique qu'autour de la concrétisation pure du pouvoir. Lui, Trump, n'est pas seulement un homme d'affaires à succès, il est aussi célèbre et il réalisait de bons scores à la télévision. Il pouvait défier l'establishment pendant sa campagne électorale, clouer au pilori le président de la Fed et diaboliser le P-DG de Goldman Sachs, et l'emporter. Puis, ayant gagné, il peut auditionner Jamie Dimon de J.P. Morgan pour le poste de secrétaire au Trésor et le rejeter en faveur d'un ancien élève de Goldman Sachs qui lui plaît davantage. Le fait de pouvoir faire toutes ces choses prouve que l'on est vraiment le patron, et un patron élu avec le soutien du peuple, en plus. C'est tout ce qui compte pour Trump, au point d'en faire une obsession.

Les canaux qui alimentent le gouvernement en Amérique relient constamment le service public et le monde des affaires. Dans les entreprises comme Goldman Sachs, la rotation est de rigueur pour les cadres supérieurs. Il n'est pas facile pour un Américain patriotique de refuser une invitation à servir à la Maison-Blanche. Mais pourquoi, faut-il se demander, un homme d'affaires de haut niveau serait-il disposé à être associé à un pareil gouvernement ? La réponse, simple, est que la victoire de Trump a tout changé. Sa personnalité répréhensible et ses propositions politiques extravagantes devaient maintenant être contrebalancées par la question politique plus fondamentale de savoir qui ferait quoi pour qui.

III

Quand il a fallu gouverner, il n'a pas été facile de concevoir un programme cohérent à partir d'une telle coalition. Mais le gouvernement Trump et les républicains du Congrès peuvent s'accorder sur une chose : effacer l'héritage d'Obama. En ce sens, après une campagne marquée par les séquelles de 2008, la première phase du gouvernement Trump a également été marquée par l'héritage de 2008, mais en négatif. Les douze premiers mois de la présidence de Trump ont constitué un audit sur la robustesse du projet de construction de l'État poursuivi par les démocrates depuis la crise. Dans quelle mesure résisterait-il à l'assaut d'un président républicain et d'un congrès républicain ? En 2008, analysant le bilan financier du gouvernement de George W. Bush, Brad DeLong s'était demandé quel était le bon cap stratégique et tactique pour les démocrates, « quand rien ne garantit qu'il y ait jamais de nouveau un successeur républicain "normal"[54] ». Neuf ans plus tard, la question est plus pressante que jamais. Depuis 2009, les républicains du Congrès ont mené une guerre politique incessante, d'abord contre les mesures de relance, puis contre l'Affordable Care Act, également connu sous le nom d'Obamacare. Deux fois, en 2011 et 2013, ils ont pris le plafond de la dette en otage. Maintenant, ayant le contrôle de la présidence et du Congrès, que feraient-ils ?

L'Obamacare est le scalp qu'ils désirent le plus, et cela aurait dû être facile. À la suite de l'épreuve de force au Congrès en mars 2010, l'Affordable Care Act a été mutilé et biaisé. Mais malgré toute leur détermination, pendant les six premiers mois critiques de la présidence de Trump, les républicains ne parviennent ni à le remplacer, ni à l'abroger. Ce qui les en empêche, c'est la complexité inhérente du sujet et de profondes divisions au sein de leur parti. Mais leur échec reflète également le fait que l'ACA, comme toute véritable législation sociale ou économique, avait engendré son propre électorat. Même une institution aussi fondamentalement décevante que l'ACA est

difficile à amender une fois que des dizaines de millions de personnes en dépendent et que des centaines de milliards de dollars ont commencé à circuler. De fait, parmi les États qui ont le plus bénéficié de l'extension de l'assurance maladie de l'Obamacare se trouvent le Kentucky et la Virginie occidentale, des fiefs de Trump purs et durs[55]. Quand Trump a pris ses fonctions, le soutien à l'ACA dans le groupe le plus important des électeurs, les indépendants, avait augmenté de 36 % en 2010 à 53 %[56]. À l'été, quand les chefs de file des républicains au Congrès, désespérés, tentent une dernière fois d'abroger simplement l'Obamacare, sans remplacement, ils n'ont le soutien que de 13 % des Américains[57]. Sans surprise, les républicains modérés sont assez nombreux à refuser de suivre leur hiérarchie.

S'ils ne peuvent pas abroger et remplacer l'Obamacare, que pourraient-ils faire ? À l'été 2017, il semble que l'incohérence des républicains, confrontés à la réalité complexe du gouvernement moderne, va les empêcher de prendre des mesures efficaces [58]. La bataille de l'ACA a occupé beaucoup de place dans l'agenda législatif. Le programme d'infrastructures promis par Trump était une chimère. La réforme fiscale est très discutée sans conséquence apparente. Pendant ce temps, il est impossible d'échapper aux questions financières fondamentales. Le plafond de la dette est toujours en vigueur et lorsque le Trésor a atteint sa limite d'emprunt au printemps 2017, il est contraint de recourir aux expédients familiers[59]. Le secrétaire au Trésor, Mnuchin, a vainement appelé le Congrès à relever le plafond. Mais durant l'été, la Chambre a suspendu ses travaux sans vote. En attendant, Mick Mulvaney a été nommé directeur du Bureau de la gestion et du budget, membre fondateur du Freedom Caucus qui a joué avec la faillite en 2011 et 2013[60]. Il refuse de faire des concessions aux centristes ou aux démocrates. Les compressions budgétaires excessives exigées par ses anciens amis du Freedom Caucus n'ont pas la majorité. Pour le directeur du budget de Trump, une fermeture administrative n'était pas la pire option. Si les États-Unis doivent crever le plafond de

la dette et se retrouvent obligés d'établir des priorités dans les créances, ce qui a tout d'un défaut de paiement sauf le nom, ainsi soit-il[61]. Étonnamment, le président semble d'accord. En mai 2017, Trump tweete allègrement au sujet d'une « bonne fermeture[62] ».

À la fin de l'été, bien que contrôlant la Maison-Blanche et le Congrès, on a le sentiment que les républicains ne parviendront pas à résoudre le problème budgétaire. La vraie question est de savoir si les démocrates leur permettraient de pousser les États-Unis du haut de la falaise budgétaire. Quand Obama était à la Maison-Blanche, les démocrates avaient voué aux gémonies les républicains pour ne pas avoir supporté leur part du fardeau du gouvernement. Pourraient-ils refuser d'appuyer le président, même si le président était Trump ? Avant que ce dilemme ne puisse vraiment poser problème, l'Amérique est frappée par une catastrophe naturelle. L'ouragan Harvey ayant dévasté une grande partie du Texas et un autre ouragan ayant éclaté en Floride, ni Trump ni les démocrates ne veulent paraître inactifs[63]. Lors d'une réunion au Bureau ovale, le 6 septembre, le président fait volte-face. Non seulement il abandonne les chefs de file du Congrès républicain, mais il interrompt également son propre secrétaire du Trésor pour conclure un accord avec les démocrates. C'est un retournement vertigineux qui a poussé les experts à chercher des exemples historiques de présidents « indépendants » qui se seraient affranchis du système des partis américains[64]. La réalité est plus rude. Chuck Schumer et Nancy Pelosi ayant sauvé l'administration d'une fermeture, Trump n'est que trop heureux d'encourager les républicains à repartir à l'attaque[65]. L'abandon d'Obamacare serait peut-être difficile à vendre sur le plan politique, mais ce ne serait pas le cas d'une baisse des impôts. Les républicains à la Chambre et au Sénat mettent instamment à travailler à la « réforme fiscale ».

Le projet de loi fiscale adopté par les deux chambres du Congrès en décembre 2017 est très controversé. Pour le faire

passer, on y a inclus des réductions généralisées de l'impôt sur le revenu des particuliers et des réductions des exemptions qui frappaient principalement les contribuables locaux à revenu élevé dans les États ayant voté en faveur des démocrates. Mais ces coupes sont limitées dans le temps. Dans quelques années, de nombreux Américains à faible revenu paieraient des impôts plus élevés. Pour les plus riches, le fait de relever le seuil de l'impôt sur les successions à 11 millions de dollars est un avantage plus durable. Et ce qui compte vraiment, c'est une baisse de 40 % du taux d'imposition des entreprises, ce qui signifie que les bénéfices pouvaient être conservés pour la croissance ou reversés aux actionnaires. Compte tenu de la grande inégalité dans la détention des richesses et en particulier dans la détention de participations – le quintile supérieur de la répartition des revenus aux États-Unis détient 90 % des fonds propres des entreprises –, les bénéfices vont aux plus riches. Ensuite, pour faire bonne mesure, le Sénat a ajouté la suppression du mandat de payeur unique qui obligeait tous les Américains à souscrire une assurance maladie. Sans ce mandat, selon la plupart des estimations, 13 millions d'Américains seraient exclus de la couverture. Comme beaucoup de personnes à faible risque ont quitté les régimes d'assurance, les primes pour ceux qui sont restés augmenteraient considérablement. Les craintes de DeLong sont amplement confirmées. En raison de son impact redistributif et de l'ampleur du cadeau, l'année 2017 a été comparée à l'énorme réduction des impôts de Reagan en 1981 et à celle de Bush en 2001 et 2003[66].

Pour faciliter le passage de leurs mesures fiscales au Congrès et calmer les nerfs des républicains à la fiscalité conservatrice, le Trésor et les économistes républicains sympathisants nient les implications du déficit[67]. Ils ont recours aux vieux arguments de l'ère Reagan, qui veulent qu'une baisse du taux d'imposition favorise la croissance et donc augmente les recettes publiques. Même la fameuse courbe de Laffer, qui prétend démontrer une relation positive entre des taux d'imposition moins élevés et

les recettes publiques, fait son retour[68]. Mais la grande majorité des économistes méprise ces diversions. Les réductions d'impôts ajouteraient clairement au déficit. Simpson et Bowles, qui ont dirigé la commission nationale d'Obama sur la responsabilité fiscale et la réforme fiscale, dénoncent le plan fiscal comme un retour à l'ère du « déni de déficit[69] ». En fait, ce n'était pas tant un déni qu'un calcul politique implacable. Il n'y a aucun moyen de réduire le taux d'imposition des sociétés à 21 % seulement sans encourir de déficit[70]. Ce qui, d'ailleurs, n'effraie pas les républicains activistes. À leur avis, plus les déficits sont importants, plus il est urgent de passer à la deuxième étape de leur programme[71]. Les réductions d'impôt risquant d'ajouter 1 500 milliards de dollars à la dette nationale, des réductions de dépenses seraient obligatoires. Medicaid serait réduit autant que la loi le permettrait et le reste du gouvernement fédéral serait réduit à sa plus simple expression. Ce sont les tactiques républicaines non des années 1980, mais des années 1990. Les républicains du Congrès veulent affamer la bête.

Naturellement, la gauche s'indigne de l'inégalité flagrante de la proposition fiscale. Le rapporteur spécial des Nations unies sur l'extrême pauvreté, qui se trouve aux États-Unis et va à la rencontre de quelques-uns des 40 millions d'Américains vivant en dessous du seuil de pauvreté, condamne le plan fiscal comme « une tentative de faire des États-Unis le champion du monde des inégalités extrêmes[72] ». Mais même en mettant de côté les préoccupations d'équité, affamer la bête est une stratégie fiscale qui ne fonctionne pas. Historiquement, les réductions de dépenses qui devaient suivre les réductions d'impôts n'ont pas eu lieu. Il est plus facile de s'emporter contre les allégements fiscaux que de les faire abroger. Les domaines clés des dépenses d'aide sociale ont des partisans, même dans les rangs républicains. En même temps, les plans républicains visant à augmenter les effectifs de l'armée de 10 % et de doter la marine de 355 bâtiments de combat augmenteraient les dépenses militaires, l'élément le plus important des dépenses discrétionnaires, de

683 milliards de dollars, soit 12 %, en 2027[73]. Au lieu de rogner sur le gouvernement omnipotent, le principal effet des tactiques fiscales républicaines serait probablement une nouvelle réduction de l'assiette fiscale déjà très insuffisante des États-Unis. À la suite des baisses d'impôt, les recettes du gouvernement fédéral seraient ramenées à 17 %, un chiffre digne d'un État émergent plutôt que du gouvernement d'une économie avancée[74].

En 2009, lorsqu'un démocrate à la Maison-Blanche avait demandé au Congrès de stimuler l'économie américaine alors qu'elle plongeait dans la pire crise depuis les années 1930, les républicains avaient voté comme un seul homme contre une relance. Ils avaient dénoncé la loi sur la reprise et le réinvestissement d'Obama comme étant une démonstration ruineuse d'irresponsabilité fiscale. Maintenant, avec un taux de chômage au plus bas depuis le boom de 2007, mais avec Trump à la Maison-Blanche, ils travaillent d'arrache-pied à proposer un plan de relance de 1 400 milliards de dollars sur dix ans. On pourrait dire que, compte tenu de la lenteur de la reprise et du grand nombre de personnes qui se sont retirées du marché du travail pendant la crise, il y avait des arguments en faveur de la gestion d'une économie à plein régime[75]. Mais même ceux qui préconisent une politique aussi aventureuse ont du mal à justifier le plan fiscal républicain[76]. Les plus riches d'Amérique n'ont pas besoin d'avantages supplémentaires. L'investissement est certes déprimé, mais ce n'est pas par manque de fonds. Les sociétés américaines disposent de milliards de dollars en espèces. Un programme d'investissement public, en retard depuis longtemps, est nécessaire pour combler les déficits embarrassants des infrastructures américaines. Mais cela n'enthousiasme guère le Congrès. Les républicains veulent boucler la première année de présidence de Trump sur une note positive, et il faut qu'ils fassent leurs preuves à leurs bailleurs de fonds[77]. Avec la réforme fiscale de 2017, c'est chose faite.

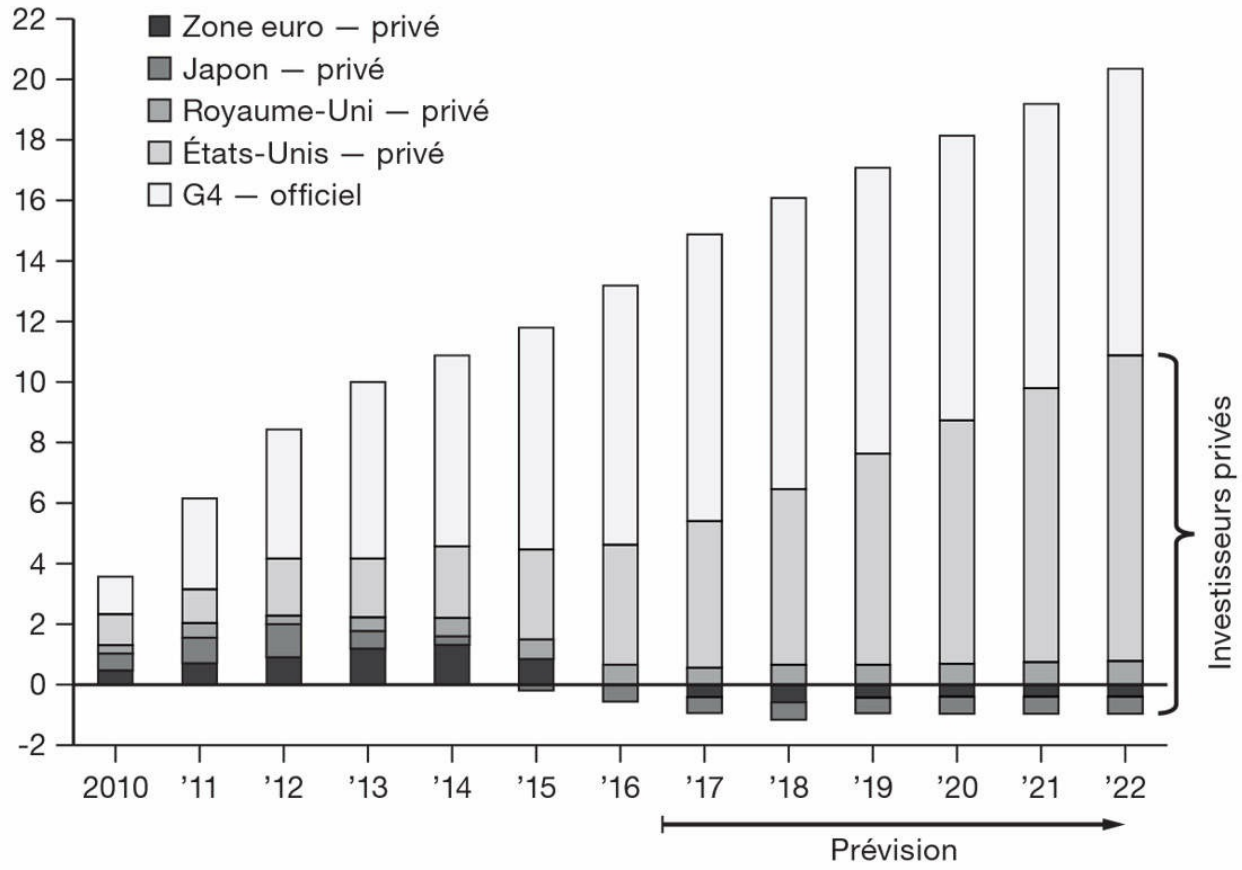
Lorsque les faucons budgétaires au sein des gouvernements

Clinton et Obama se sont inquiétés des déficits, ce qu'ils avaient à l'esprit, c'était la confiance du marché. Comment les marchés réagiraient-ils aux dernières mesures dispendieuses de la politique républicaine ? L'augmentation de la dette de 1 500 milliards de dollars sur dix ans devrait certainement provoquer une réaction. Au lendemain du résultat surprenant de l'élection, les marchés obligataires se sont agités[78]. En anticipant que le gouvernement Trump lancerait une importante campagne d'infrastructure et donnerait un nouvel élan à la réforme fiscale, les marchés espéraient que la Fed ferait progresser les taux d'intérêt. Au cours de l'hiver 2016-2017, les obligations ont été vendues et les rendements ont augmenté. La BCE et la Banque du Japon étant toutes deux impliquées dans l'assouplissement quantitatif, le dollar s'est fortement apprécié, provoquant une vague d'incertitude dans le monde des emprunteurs en dollars. Leurs coûts de service de la dette augmentaient. Mais quand la réalité du gouvernement Trump et de l'auto-paralysie des républicains au Congrès est devenue évidente, la fièvre est retombée. Poussé par l'euphorie technologique, le marché boursier a continué de prospérer. La Fed a insisté sur le fait qu'elle continuerait à augmenter progressivement les taux d'intérêt. Mais il y a eu peu de signes de panique sur le marché obligataire[79]. Les baisses d'impôts avec lesquelles les républicains ont conclu l'année ont suscité un haussement d'épaules des marchés obligataires. Comme l'a commenté un analyste : « Quelle que soit la note que vous attribuez au résultat final, le marché obligataire et les économistes y ajoutent un "moins" supplémentaire. Donc, si vous pensez que l'effort vaut un "B", la note du marché est un "B moins"[80]. » Les marchés ne se sont pas réjouis, mais le gouvernement Trump ne s'est pas non plus retrouvé pourchassé par les justiciers obligataires.

Les luttes intestines du Congrès sur l'Obamacare et les baisses d'impôts républicaines sont de la politique américaine pure et dure. Mais le calme relatif qui règne sur le marché des titres du Trésor s'explique par le même jeu d'influences qui avait préservé

le calme face aux déficits de l'ère Bush, au début des années 2000 – la demande mondiale et l'offre d'actifs sûrs. À l'automne 2017, le FMI publie un tableau remarquable montrant l'émission de dette depuis 2010[81]. Comme ces données l'ont révélé, l'austérité et l'assouplissement quantitatif ont conduit à un formidable remaniement des portefeuilles de titres. Compte tenu des mesures de contrôle budgétaire adoptées en Europe, l'achat actif d'obligations par la BCE et l'activisme encore plus marqué de la Banque du Japon, ils resteraient, dans un avenir prévisible, des fournisseurs peu importants d'actifs sûrs aux investisseurs mondiaux. Non seulement la BCE est en train de siphonner les obligations de la zone euro, mais l'Allemagne, le principal fournisseur d'actifs européens sûrs, gère un excédent budgétaire. Au niveau mondial, au cours des cinq prochaines années, les États-Unis seraient la seule source d'actifs sûrs de qualité pour les investisseurs du monde entier. Quoi que l'on pense du gouvernement Trump, si vous deviez placer une grande quantité de fonds sur une dette publique sûre, rien ne vaut les bons du Trésor américains.

L'offre mondiale d'actifs sûrs : changement dans l'encours de la dette souveraine des économies développées par région d'émission et détenteur (changement en milliers de milliards de $ depuis 2010)



Source : FMI, *Global Financial Stability Report,* octobre 2017, 19, figure 1.13, tableau 4.

IV

Les campagnes républicaines pour supprimer l'Obamacare et réduire les impôts étaient prévisibles. Le fait que Trump ait ciblé Wall Street lors de sa campagne électorale était plus novateur. Mais électoral. Presque dix ans après la crise financière, les banques restent extrêmement impopulaires. Un sondage réalisé à l'été 2017 a révélé que 60 % des Américains considéraient encore Wall Street comme un « danger pour notre économie » et que 27 % seulement pensaient que la réglementation était suffisamment sévère ou qu'elle « menaçait l'innovation ou la croissance économique ». Quarante-sept pour cent des électeurs de Trump, eux, voulaient « maintenir ou renforcer » Dodd-Frank, contre seulement 27 % en faveur de son abrogation ou de sa diminution. En ce qui concerne les produits et services financiers, 87 % des républicains et 90 % des indépendants étaient en faveur de la réglementation[82]. Les lobbyistes de Wall Street pouvaient se plaindre de Dodd-Frank, mais comme le savaient les initiés du gouvernement Obama, c'était cela qui avait empêché une panique bancaire généralisée. Et Trump, s'est-il avéré, le savait aussi.

Ses attaques durant la campagne étaient purement et simplement politiques. Les dirigeants de Wall Street n'ont jamais aimé Trump. Ils préféraient clairement la marque Clinton. Il leur avait rendu la monnaie de leur pièce et il avait gagné. La question de savoir qui était le patron avait trouvé une réponse. La volte-face de Trump une fois à la Maison-Blanche était absolument décomplexée. Il se comporterait comme un patron-président. Il jetterait les réglementations au panier, en particulier celles de son prédécesseur. L'idée de marquer un « gros score » avec Dodd-Frank lui plaît. Tout comme il aime accorder des faveurs et recevoir des applaudissements de la part d'intérêts puissants, même ceux qu'il a précédemment accusés de l'attaquer. Comme il l'a déclaré lors d'une réunion des P-DG en avril 2017 : « Pour les banquiers dans la salle, ils vont être ravis[83]. » Bénéficier de

faveurs prodiguées par l'homme qui les avait cloués au pilori pourrait sembler difficile à admettre. Mais les banquiers ne se plaignent pas. Comme le dit le *Financial Times* : « Imaginez que vous allez aux courses, que vous placez 98 % de votre mise sur le favori [Clinton], qui perd dans la dernière ligne droite, et que vous rentrez à la maison avec des gains énormes[84]. » Du point de vue de Wall Street, la politique se résume à un jeu de pile ou face. Ni les politiciens ni Wall Street n'ont eu une pensée pour les électeurs en colère qui ont mis Trump à la Maison-Blanche.

Pour aider à se débarrasser de Dodd-Frank, il n'a pas manqué de lobbyistes et d'économistes favorables aux entreprises. Et les républicains à la Chambre ne cachent pas non plus leur enthousiasme. Emmenée par Jeb Hensarling, qui était en 2008 à la tête de l'opposition au renflouement et est maintenant président du Comité des services financiers, la Chambre a rapidement adopté la loi dite Financial CHOICE Act – CHOICE voulant dire Creating Hope and Opportunity for Investors, Consumers and Entrepreneurs[85]. Non seulement cela neutraliserait Dodd-Frank, mais c'était du purisme libertaire. Cela abolirait la règle de Volcker et ferait des tests d'effort une affaire bisannuelle plutôt qu'annuelle. CHOICE élimine l'Autorité de liquidation des ordonnances, insistant sur le fait que les banques en faillite devraient simplement être renvoyées devant les tribunaux des faillites[86]. Paradoxalement, au nom de la liberté de choisir, la loi CHOICE menace même de porter atteinte au Bureau de protection financière du consommateur d'Elizabeth Warren[87].

Pour un gouvernement habituellement décrié comme étant populiste, cette législation devrait en toute logique être spectaculairement impopulaire. Comme l'abrogation de l'ACA, la loi CHOICE n'a que peu de chances de passer outre la position de blocage des démocrates au Sénat. Comme dans la bataille contre l'Obamacare, c'est surtout loin des projecteurs que se déroule au mieux toute l'affaire. Même si Dodd-Frank reste en place, le régime de réglementation, lui, est condamné. C'est

un héritage de la conception discrétionnaire de la gouvernance financière qui encadrait Dodd-Frank. Défendant une liberté maximale contre l'ingérence du Congrès, le Trésor de Geithner avait fait pression pour que les agences aient la plus grande latitude possible dans leurs efforts de réglementation. Maintenant, ce pouvoir discrétionnaire pourrait être utilisé pour modifier fondamentalement le régime de surveillance bancaire sans qu'une législation soit nécessaire. Le Trésor de Mnuchin commence à préparer une série de rapports sur son approche de la réglementation financière, ouvrant la porte au lobby bancaire[88]. Selon un décompte, 75 % des recommandations des banquiers auraient été incorporées dans le nouveau schéma réglementaire du Trésor[90 89/] . Pour le démontage de la règle Volcker, dont l'assemblage avait pris presque quatre ans, les républicains de Trump commencent par demander aux banques comment elles aimeraient que la loi change[91]. En novembre 2017, plutôt que de renoncer à l'Autorité chargée des liquidations ordonnées et de rétablir les tribunaux des faillites, le Trésor a décidé qu'il préférait garder le contrôle de la liquidation d'une méga-banque en crise[92]. Même s'il n'y a plus de renflouement, la perspective d'un nouveau Lehman n'a rien d'engageant. Le gouvernement Trump expose la faiblesse intrinsèque de la conception régulatrice de Geithner. C'est à ceux qui appliquent la loi d'avoir un engagement programmatique en faveur de la stabilité systémique. Sans cela, la législation en soi est essentiellement une cosse vide.

La partie la plus radicale de la loi CHOICE concerne sans doute les dispositions relatives à la Fed. Elles représentent une attaque délibérée contre le militantisme de la banque centrale tel que pratiqué par Ben Bernanke. À l'avenir, la CHOICE Act exigera une transparence quasi totale de toutes les réunions de la Fed. La loi appelle le FOMC à établir une règle de politique mathématique pour justifier ses choix en matière de taux d'intérêt. Par défaut, l'acte met en avant la règle dite de Taylor, d'après John B. Taylor de l'université de Stanford, favori

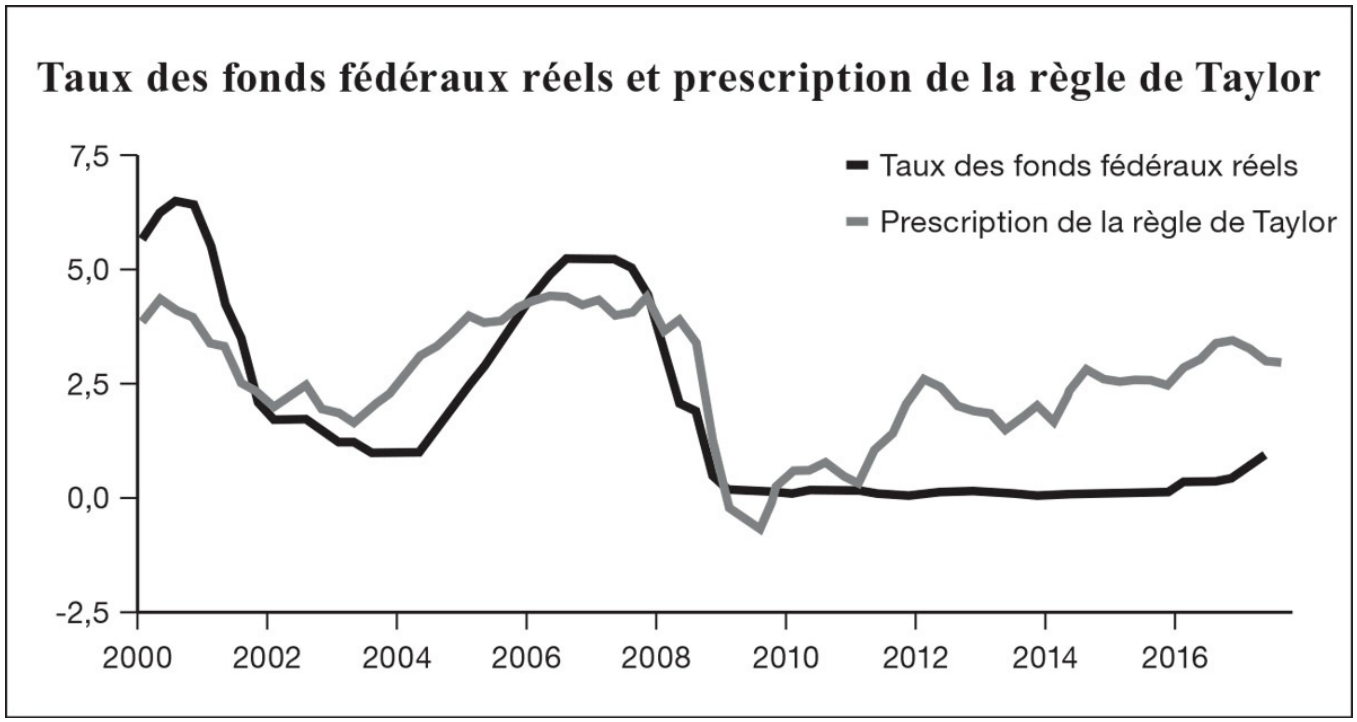
de la droite et rival de longue date de Ben Bernanke. Sa règle exige que les taux d'intérêt soient fixés comme la somme :

Du taux d'inflation au cours des quatre trimestres précédents ;
De la moitié de la différence entre le PIB réel et une estimation du PIB potentiel ;
De la moitié de la différence entre le taux d'inflation des quatre trimestres précédents et 2 % ;
Et d'un taux d'intérêt réel présumé de 2 %.

C'est une formule mécanique qui réclame que les taux d'intérêt soient ajustés à la hausse si l'inflation est élevée et le chômage faible, ou à la baisse si l'inverse est le cas. Si la Fed préférait une règle différente, la CHOICE Act stipulait qu'elle devait énoncer sa propre formule en termes mécaniques similaires et démontrer économétriquement que sa règle était préférable au modèle de Taylor.

Comme les auteurs du projet de loi le savent bien, l'insertion de cette formule dans la loi implique une lecture alternative de l'histoire de la politique monétaire américaine du temps de la crise et avant. Taylor et ses disciples ont attribué le crash au fait que, au début des années 2000, sous Greenspan, les taux avaient été trop faibles[93]. Pendant la crise, en revanche, si l'on appliquait la formule de Taylor, les taux d'intérêt auraient dû être négatifs. Une application stricte de la règle de Taylor à l'automne 2008 aurait exigé des taux inférieurs à zéro, soit une taxe sur les dépôts d'épargne. C'est parce qu'il a jugé que cela était impossible que Bernanke a adopté l'assouplissement quantitatif. La loi CHOICE interdirait une telle improvisation. Une fois le pic de la crise passé, au lieu de d'une deuxième et d'une troisième phase d'assouplissement quantitatif, la formule de Taylor aurait nécessité des relèvements de taux. Il n'y aurait pas eu de problème de sevrage, que ce soit à l'intérieur ou à l'étranger. De fait, les États-Unis ne prêteraient aucune attention aux conditions partout ailleurs dans le monde, à moins, bien sûr,

que la Fed ose inclure ses préoccupations mondiales plus générales comme variable dans sa propre équation de taux d'intérêt.



Source : Atlanta Fed

La loi CHOICE est avant tout un geste politique. La promesse de limiter les pouvoirs discrétionnaires de la Fed a plu, du côté républicain. Mais sur le fond, il n'y a en fait aucun désaccord. Règle de Taylor ou non, en 2017, le moment est clairement venu de resserrer le budget, de relever les taux et de commencer, prudemment, à démêler le gigantesque bilan accumulé durant l'ère de l'assouplissement quantitatif[94]. Après avoir mis fin aux achats de titres dans le cadre de la troisième phase en octobre 2014, la Fed a été la première à augmenter les taux en décembre 2015. Elle a ensuite marqué une pause avant de les remonter légèrement en décembre 2016, mars 2017 et juin 2017. Le FOMC a terminé 2017 en établissant une trajectoire prévoyant au moins trois nouvelles augmentations en 2018.

Comme toujours, un jeu subtil s'est déroulé entre le FOMC et les marchés. Janet Yellen s'y est montrée particulièrement douée,

parvenant à diffuser l'idée d'un relèvement des taux sans déclencher de panique. Mais il était peu probable que son mandat soit étendu à la présidence Trump[95]. La rumeur dit que John B. Taylor lui-même pourrait être disposé à prendre la place de Yellen. Trump apprécie le style de Kevin Warsh, un roitelet de New York sous-qualifié parachuté au conseil d'administration de la Fed par la Maison-Blanche de Bush en 2006. Mais en fin de compte, il opte pour Jerome Powell. C'est un choix étonnamment conventionnel. Powell est un banquier d'investissement républicain dans la veine de Mitt Romney et Hank Paulson. Il a gagné la confiance du gouvernement Obama en faisant campagne au sein du Parti républicain contre la fermeture de 2011[96]. Cela a conduit à sa nomination au conseil d'administration de la Fed en décembre 2011, où il a été remarqué par Bernanke et Yellen. On aurait également soutenu Dodd-Frank[97]. Mais ce qui recommande Powell aux yeux de Trump, ce sont probablement ses parcours personnels. Ce n'est pas un économiste universitaire. C'est un riche homme d'affaires. Avec une valeur nette estimée à plus de 100 millions de dollars, Powell est de loin la personne la plus riche à occuper le poste de président de la Fed depuis les années 1930. Contrairement au professeur Taylor, Powell n'est pas un doctrinaire en matière de politique. Sous sa direction, la Maison-Blanche n'aurait pas à craindre des augmentations indûment douloureuses des taux d'intérêt.

V

Mettre en place un nouveau gouvernement et établir un programme de politique interne est une affaire longue et complexe, à laquelle Trump et sa coterie sont mal préparés. Leur approche des relations étrangères est d'autant plus brutale que la Maison-Blanche et le pouvoir exécutif disposent là d'une marge de manœuvre beaucoup plus importante. Dans les quarante-huit heures qui suivent son investiture, le vendredi 20 janvier 2017, Trump annonce son intention de renégocier l'ALENA. Le lendemain, lundi 23 janvier, il retire les États-Unis du Partenariat transpacifique (TPP). Le TTIP, objet de longues années de négociations laborieuses avec l'UE, est également jeté aux orties.

C'était un renversement spectaculaire d'une pièce maîtresse de la politique économique étrangère de l'ère Obama. Le TPP était une clé de voûte de l'ambitieuse stratégie américaine à une époque multipolaire. C'est un choc pour les alliés de l'Amérique. S'engager dans le TPP avait coûté un fort capital politique à de nombreux pays asiatiques, notamment le Japon. D'où la question : s'il n'y a pas de grande alliance régionale, que reste-t-il de la réorientation d'Obama et de Clinton vers l'Asie et de la politique d'endiguement de facto de la Chine ? En effet, l'abandon du TPP et du TTIP ne constitue pas seulement une rupture avec l'ère Obama, c'est un renversement du parrainage américain de la politique commerciale multilatérale qui remonte aux années 1940[98]. Lors de la première réunion du G20, en présence du secrétaire au Trésor Mnuchin, à Baden-Baden en mars 2017, il est impossible de parvenir à un accord, ne serait-ce que sur un simple engagement « à résister à toutes les formes de protectionnisme[99] ». Ainsi que Wolfgang Schäuble le note comme toujours sans concessions, la réunion aboutit à une « impasse[100] ». Tout ce que Mnuchin a à proposer en guise d'explication, c'est que le nouveau gouvernement a « un avis différent sur le commerce ». Philip Hammond, le chancelier

britannique de l'Échiquier a informé ses collègues qu'il était préférable de donner plus de temps au gouvernement Trump : « Si nous exigeons une réponse difficile maintenant, je suis sûr que nous n'aimerons pas la réponse[101]. »

Pendant ce temps, à Washington, la bataille fait rage autour de l'ALENA. En ce qui concerne Trump, il s'agit de « l'un des pires accords jamais conclus[102] ». Comme il l'a dit aux journalistes au bout de trois mois au pouvoir, il « est vraiment prêt et impatient d'y mettre fin[103] ». Bannon et le conseiller économique Peter Navarro, un économiste nationaliste, l'invitent à suivre son instinct. Ils ont prévu de l'annoncer lors d'un meeting à Harrisburg, en Pennsylvanie, le 29 avril 2017, afin de célébrer ses cent premiers jours de mandat. Pour le Mexique et le Canada, le coup aurait été brutal. Conscients de la gravité de la situation, ils coordonnent rapidement leurs positions. Tentant désespérément d'empêcher une rupture précipitée, des centaines de chefs d'entreprise américains font pression sur la Maison-Blanche. Le secrétaire à l'Agriculture, le secrétaire au Commerce et le secrétaire d'État plaident tous en faveur d'un sursis. Au bout du compte, l'argument décisif semble avoir été une carte montrant à quel point le « pays Trump », les États où sa base est majoritaire, serait affecté par le retrait. Le président voulait-il vraiment remettre le Texas en jeu ? La carte « montre que j'ai une très grande base d'agriculteurs, ce qui est une bonne chose », déclare Trump plus tard aux journalistes. « Ils aiment Trump, mais je les aime, et je vais les aider[104]. » Cela signifie ne pas annuler l'ALENA. Washington choisira de renégocier. Mais il le fera depuis une position affaiblie. Le gouvernement Obama avait passé des années à marchander pour obtenir un meilleur accès aux marchés agricoles canadiens, l'octroi de licences transfrontalières pour les services financiers et l'amélioration des règles du travail avec le Mexique. Pour ce faire, il n'avait pas eu recours à la menace brute, mais avait fait miroiter un accord commercial encore plus vaste, le TPP, un projet dans lequel les États-Unis avaient impliqué le Mexique et le Canada au

sommet du G20 à Los Cabos en 2012. Avec la fin du TPP, toutes les concessions sur l'ALENA déjà convenues se retrouvent consignées dans la poubelle de l'histoire[105]. La renégociation de Trump partirait de zéro, avec peu à offrir en dehors de menaces.

L'ALENA, le TPP et le TTIP étaient des traités régionaux. Le véritable forum mondial pour la politique commerciale est l'OMC. C'est une création originale liée au moment fondateur du mondialisme américain dans les années 1940[106]. Le président Trump n'assiste pas à la fête du soixante-dixième anniversaire de sa fondation en novembre 2017, dans l'immeuble Ronald Reagan de Washington, mais il envoie ses vœux par le biais de Fox News. « L'OMC a été créée pour le bénéfice de [tous] sauf nous. [...] Ils ont profité de ce pays à un point que vous ne croiriez pas », déclare-t-il à la chaîne de télévision[107]. En tant que son représentant pour le commerce, Trump a nommé Robert Lighthizer, un vétéran des négociations commerciales qui, dans les années 1980, avait extorqué des principaux concurrents de l'Amérique qu'ils restreignent volontairement leurs exportations d'acier aux États-Unis. Lighthizer lance une bordée dévastatrice à l'OMC. Il dénonce l'activisme judiciaire du groupe d'arbitrage commercial de l'OMC, l'accuse de se plier aux revendications spéciales de grands pays en développement comme l'Inde, lui reproche son incapacité à résoudre les problèmes de surcapacité industrielle chronique tels que l'acier et surtout son échec à faire face au défi sans précédent que représente pour le libéralisme économique la montée en puissance du capitalisme d'État chinois[108]. De l'avis de Washington, l'OMC devrait se limiter à offrir un forum de négociation entre les principales puissances commerciales. Les États-Unis devraient abandonner toute limitation de leur capacité à exercer des représailles contre les économies qu'ils jugent discriminatoires envers eux. Mais plutôt que de traduire cette vision en propositions positives pour l'OMC, le gouvernement Trump adopte les tactiques utilisées par les républicains au Congrès. Les États-Unis refusent la nomination de nouveaux arbitres dans les groupes spéciaux de

l'OMC, menaçant de vider l'institution de son sens, la rendant de plus en plus dysfonctionnelle et illégitime. S'il n'y a pas eu de véritable éclat lors de la réunion de l'OMC en décembre 2017, l'absence de progrès dans tous les domaines de la libéralisation commerciale est déplorable[109]. Lighthizer n'a même pas daigné rester jusqu'à la fin de la conférence.

Le choc infligé aux institutions économiques mondiales par le nouveau gouvernement est terrible. On n'a plus rien connu de tel depuis les années 1930 et l'Europe en est douloureusement consciente. Au début, Bruxelles ne sait pas si l'équipe de Trump reconnaît effectivement l'UE en tant qu'homologue ou s'ils ont compris que les États-Unis n'entretiennent plus de relations commerciales bilatérales avec des pays européens individuels. Dans une interview accordée quelques jours avant son entrée en fonction, M. Trump a qualifié l'UE de « véhicule pour l'Allemagne ». Selon des sources internes, des membres de son entourage passent des appels téléphoniques aux dirigeants européens pour déterminer quels pays vont « partir » [110]. Les gens de Trump ont cru au battage médiatique du Brexit. L'Europe redoute que la « Trumperie » ne se propage. Londres est sur le point d'invoquer l'article 50 et de déclencher la procédure officielle de sortie de l'UE. Les élections autrichienne, néerlandaise et française sont toutes en jeu. Des forces à la Maison-Blanche ont ouvertement soutenu non seulement le Brexit, mais aussi Marine Le Pen et le Front national[111].

Une fois passé le choc initial, les forces internationales commencent à se concerter. Le Mexique et le Canada collaborent étroitement pour faire ce qu'ils peuvent afin de sauver l'ALENA. Les autres parties au TPP décident d'aller de l'avant sans les États-Unis. À la fin du mois de mai, lorsque Trump effectue sa première visite en Europe, la vague « populiste » est passée. Macron est en place à Paris. Lorsque le président américain refuse publiquement de souligner l'engagement de l'Amérique envers l'article 5 du traité de l'OTAN et annonce son intention de se retirer de l'accord de Paris sur le changement climatique,

Merkel en a assez. L'Allemagne est en pleine campagne électorale et le retournement spectaculaire de l'opinion publique européenne contre Trump lui donne toutes les raisons d'agir. Le 28 mai 2017, le lendemain du départ de Trump, s'adressant à une foule enthousiaste à Munich, la chancelière allemande proclame que l'Europe doit s'adapter à une nouvelle réalité[112]. Après Trump et le Brexit, il est clair que l'Europe ne peut plus compter entièrement sur ses alliés américains et britanniques de longue date. « Le temps où nous pouvions pleinement compter sur les autres est quelque peu révolu, comme je l'ai vécu ces derniers jours. Nous, Européens, devons vraiment prendre notre destin en main. Bien sûr, nous devons entretenir des relations amicales avec les États-Unis et avec le Royaume-Uni et avec d'autres voisins, y compris la Russie. Mais nous devons nous battre pour notre propre avenir par nous-mêmes[113]. »

C'est incontestablement un moment remarquable. Comme Richard Haass, président du Council on Foreign Relations, l'a tweeté : « Merkel qui déclare que l'Europe ne peut pas compter sur les autres et doit prendre les choses en main, c'est un tournant décisif – et ce que les États-Unis cherchent à éviter depuis la Seconde Guerre mondiale[114]. » Comment cela va-t-il se traduire ? Le processus de consolidation de l'Europe à la suite de la crise semble au point mort. Le président français Macron a présenté une vision audacieuse de l'avenir de l'Europe dans un grand discours à la Sorbonne[115]. Mais à qui s'adresse-t-il ? Après les élections peu concluantes en Allemagne en septembre 2017, il n'y a qu'un gouvernement intérimaire à Berlin. L'Italie ploie sous le poids d'années de récession. L'Espagne est plongée dans le chaos par les velléités indépendantistes de la Catalogne. En outre, toute initiative visant à renforcer l'intégration et l'autodétermination du continent se heurterait à de la résistance. Si la Grande-Bretagne part, les rétifs Européens de l'Est, eux, restent. En juillet 2017, lors de son deuxième voyage en Europe pour la réunion du G20 à Hambourg, Trump fait étape en Pologne. Devant une foule de partisans du

gouvernement Droit et justice, il rencontre un public européen qui l'aime. Les drapeaux s'agitent pendant qu'il martèle l'engagement de l'Amérique envers l'OTAN en tant que rempart de la civilisation et un bastion pour les peuples de l'Occident qui « crient encore : "Nous voulons Dieu[116]" ». Trump est passé de « l'Amérique d'abord » au « choc des civilisations », mais ni l'un ni l'autre ne vont bien passer auprès de la foule multiculturelle qui attend l'Amérique lors de la réunion du G20. Comme Hammond, le chancelier britannique, le constate, il est parfois préférable de ne pas trop pousser le gouvernement Trump à clarifier sa position. Tout porte à croire que l'on n'apprécierait pas la réponse.

Il est certain que la vision de Merkel d'une Europe unie luttant au nom de son propre avenir devrait surmonter de profondes divisions internes. La montée du nationalisme de droite n'est d'ailleurs pas le seul point de divergence en Europe. Le protectionnisme de Trump ne vise pas que la concurrence asiatique. L'Allemagne aussi est dans la ligne de mire. Comme toujours, le ministre des Finances Schäuble réagit rapidement. Il ne supportera pas plus les critiques de Trump et de Mnuchin que celles d'Obama, de Geithner, du FMI ou de ses concitoyens européens[117]. Selon l'Allemagne, l'excédent commercial est avant tout une récompense de la compétitivité de ses exportations. Mais les déficits gigantesques comme celui géré par les États-Unis ont également mis en évidence des déséquilibres macroéconomiques plus profonds. Il n'est guère surprenant qu'il y ait des différences dans leurs comptes commerciaux, compte tenu du surplus budgétaire de l'Allemagne et de l'énorme déficit public croissant des États-Unis. C'est le répertoire familier des arguments sur le commerce transatlantique. Mais cette fois, Schäuble y apporte une nouvelle touche. Il est vrai que les exportations allemandes jouissent d'un avantage concurrentiel. L'euro est sous-évalué. Mais ce n'est pas l'Allemagne qui a fixé les taux d'intérêt ou la valeur de l'euro. C'est la BCE. Au grand dam des épargnants allemands,

la politique d'expansion de l'assouplissement quantitatif de Mario Draghi a poussé les rendements obligataires européens en territoire négatif et déprimé la valeur de l'euro. En visite à Washington en avril 2017, Schäuble déclare au public américain qu'il a averti Draghi de la tendance de la politique monétaire expansive de la BCE à gonfler l'excédent commercial de l'Allemagne[118]. Il était prévisible qu'elle causerait des tensions avec les États-Unis. La BCE a tenu bon et le FMI a soutenu la poursuite de l'assouplissement quantitatif en Europe. Mais Schäuble rappelle que les attaques de Trump pouvaient être instrumentalisées dans la discussion de longue date concernant la politique économique de la zone euro. La fureur que suscite Trump ne devrait pas faire oublier à quel point les Européens et les Américains se sont disputés sur la politique économique du temps des « bonnes » années Obama.

L'expansion monétaire tardive de la BCE en période de resserrement de la Fed est une véritable source de déséquilibre transatlantique et rappelle le désaccord sur la politique monétaire qui avait marqué l'économie mondiale depuis le début de la crise, une discorde à laquelle les voix conservatrices allemandes s'étaient jointes tout autant que d'autres[119]. Pas plus que les excédents chroniques de l'Allemagne, des Pays-Bas et de la Chine n'existaient que dans l'imagination des fidèles de Trump. Ils mettent en lumière les déséquilibres réels et persistants de l'économie mondiale. Dans la politique commerciale mondiale comme dans tant d'autres domaines, l'indignation provoquée par la belligérance grossière du gouvernement Trump a trop facilement occulté la réalité des problèmes qu'elle dénonçait. Au G20, l'ambiance est à l'auto-congratulation. L'OMC a été saluée pour avoir vu l'économie mondiale se sortir de la crise financière de 2008 bien mieux que lors de la Grande Dépression des années 1930. Il n'y avait pas eu de dégringolade catastrophique vers une hausse des droits de douane et le protectionnisme[120]. Il n'y avait pas eu de répétition de la loi Smoot-Hawley de 1930. Le système de gouvernance

mondiale du XXIe siècle était peut-être impopulaire, mais il fonctionnait, du moins le disait-on. Dix ans après la crise, il était donc typique de l'irresponsabilité populiste de se livrer à une médiatisation du nationalisme économique. Pour les défenseurs du statu quo, Trump est un ennemi caricatural idéal contre qui réaffirmer les principes fondateurs du libéralisme. Mais cela détourne l'attention d'une réalité plus complexe et ambiguë. L'idée que Trump constitue une rupture soudaine et choquante avec une réussite libérale dominante dépend d'une vision indûment optimiste du contexte mondial. Cela vaut tant pour le commerce que pour la politique monétaire. En réalité, le dernier effort majeur pour négocier un accord commercial mondial, le cycle de Doha, s'était arrêté brutalement à l'été 2008. Le commerce mondial s'était remis de la catastrophe de 2008-2009. Mais depuis 2010, les volumes commerciaux ont stagné. En 2015, ils ont baissé[121]. Cela a été dû en partie au cycle économique. Le sevrage et le recul des prix des matières premières ont ébranlé les marchés émergents. Mais cela reflète également une vague de mesures protectionnistes adoptées par des pays du monde entier, concentrées, non sur les droits de douane, mais sur divers obstacles non tarifaires[122]. Personne ne pense que les opinions personnelles de Trump sur le commerce reflètent une connaissance profonde des arcanes de nouveaux types de protectionnisme. Il régurgite des idées formulées pour la première fois dans les années 1970 et 1980. Mais si l'équipe d'experts autour de Lighthizer était en quête de munitions pour démontrer la réalité de la discrimination contre les exportations américaines, elle n'en manquerait pas. Grâce aux allégements fiscaux, aux subventions et aux systèmes de crédit à l'exportation, sans parler du capitalisme d'État chinois, le commerce mondial a été de plus en plus façonné non seulement par les chaînes de valeur des entreprises, mais aussi par l'intervention de l'État. Une grande partie de l'énorme déficit commercial de l'Amérique est due non seulement à la discrimination commerciale chinoise, mais aussi à la perte de

recettes d'exportation siphonnée par les paradis fiscaux offshore situés non seulement dans les Caraïbes, mais aussi dans l'UE[123]. L'hypothèse solide selon laquelle la mondialisation était un processus inévitable et naturel était en train de perdre son pouvoir de conviction. Les faucons du commerce de Trump ne préconisent pas un retour aux années 1930, mais ils ne sont pas non plus disposés à continuer à prétendre que le triomphalisme naïf de 1989, avec ses supputations faciles sur la victoire inévitable du capitalisme démocratique, « colle avec la réalité ». La stratégie de sécurité nationale rendue publique en décembre 2017 proclame : « L'Histoire ne suit aucun cours qui garantisse que le système politique et économique libre de l'Amérique prévaudra automatiquement[124]. »

VI

Un tel discours est sans doute censé transmettre l'idée d'une profonde sagesse réaliste. Mais il est en fait moins symptomatique d'une nouvelle vision du monde audacieuse ou cohérente que de l'humeur plutôt désespérée de Washington. Elle fait montre d'un certain toupet, venant d'un gouvernement dont les partisans au Congrès ont, au nom des valeurs américaines consacrées par Dieu, tenté à plusieurs reprises de saboter les efforts de lutte contre la crise et exigé que la Fed préserve le meilleur des mondes tout en appliquant une règle de politique automatique et discrétionnaire. Certes, le président Obama avait invoqué « le cours de l'Histoire », rejeté de manière si bruyante par les faucons de la sécurité de Trump [125]. Mais en ayant recours à ce discours, il avait évoqué non pas des philosophies de l'histoire néoconservatrices et déterministes, mais une voix prophétique rappelant l'un des plus grands combats pour la liberté en Amérique. Il n'y a en effet aucune détermination. La question est de savoir comment ce cours peut être surmonté. Même si l'on accepte la version désabusée de l'histoire de l'économie mondiale avancée par le camp Trump, la question reste de savoir comment réagir. Est-ce que « l'Amérique d'abord » est une réponse adéquate, ne serait-ce que pour l'Amérique ? Quelle que soit la réponse à cette question, la réalité à laquelle le reste du monde doit faire face est que l'électorat américain a mis au pouvoir un nationaliste erratique et narcissique qui ne s'engage plus à préserver l'ordre international si ce n'est pas directement et immédiatement lié aux intérêts nationaux américains, quelle que soit la définition que l'on en donne. Compte tenu de la taille et de l'influence de l'État-nation américain et de son économie, cela a de profondes répercussions dans le monde.

En 2008, les États-Unis étaient à l'épicentre de la crise. Tant les gouvernements Bush que les gouvernements Obama ont fait face au fait que le fonctionnement du système financier mondial

était peu ou pas automatique. Il a fallu des efforts sans précédent, sous la férule des États-Unis et du reste du G20, pour stabiliser à la fois le « système politique et économique libre » des États-Unis et l'économie mondiale. En 2017, les États-Unis se sont de nouveau retrouvés au centre des préoccupations mondiales, mais cette fois, l'incertitude émanant du nouveau gouvernement erratique des États-Unis en est la clé[126]. Formulée de cette façon, la question posée par Paulson durant l'été 2016 n'a pu être esquivée. Comment les États-Unis pourraient-ils faire face à une future crise financière sous le président Trump ? Serait-il capable de rallier une réponse concertée ? Si les marchandages sur le plafond de la dette en 2017 sont un indicateur, cela veut dire que cela se réduira une fois de plus à un marché entre les républicains centristes pragmatiques et les démocrates du Congrès.

Bien sûr, nous ne pouvons que distinguer difficilement ce qui nous attend dans le futur. Alors, que pouvons-nous apprendre en considérant le passé ? S'il y a un sujet qui pourrait éclairer nos perspectives d'avenir, ce n'est pas la manière dont Trump pourrait avoir réagi en 2008, ni comment il pourrait faire face à une éventualité future, mais pourquoi en 2017, quand il a pris ses fonctions, Trump n'a pas été confronté à une implosion économique mondiale. Cela peut sembler une question perverse. En 2017, la croissance économique aux États-Unis a été stable. Le chômage est tombé à des niveaux d'avant la crise. Les marchés sont en plein essor. En Europe, l'économie est enfin en train de rebondir. Une crise immédiate n'était pas à l'ordre du jour. Mais cette question prend toute sa force si nous braquons notre attention, en conclusion, non vers l'Amérique et l'Europe, l'ancienne plaque tournante de la mondialisation transatlantique, mais vers la Chine et les marchés émergents, où l'économie mondiale se décidera. Là-bas, les années antérieures à 2017 ont été tout sauf calmes.

Chapitre 25

THE SHAPE OF THINGS TO COME[1]

Le 17 janvier 2017, alors que le Forum économique mondial se réunit à Davos pour examiner les implications du Brexit et de l'élection de Trump, le président chinois Xi Jinping se présente à la tribune. Il est généralement considéré que son discours d'ouverture a dépeint le nouveau rôle de la Chine en tant que « point d'ancrage de la mondialisation[2] ». Huit ans plus tôt, le gouverneur de la BPC avait fait la une des journaux en proposant un nouveau Bretton Woods. Par cette intervention, la Chine a montré qu'elle voulait être une voix incontournable dans la gouvernance économique mondiale. En 2017, Xi n'a plus besoin de forcer la porte. Tout ce qu'il a à faire, c'est de décliner les platitudes les plus élémentaires issues de ce qui avait été autrefois le consensus mondial, en leur injectant une dose vivifiante de matérialisme historique, quelques vieux proverbes et une description rassurante du bilan de croissance hallucinant de la Chine[3]. C'est précisément le message que les P-DG, investisseurs et experts politiques de Davos veulent entendre, et Xi est exactement la personne idéale pour le leur dire. Contrairement à Trump, Xi est manifestement quelqu'un de raffiné. Peut-être est-il à la tête d'un parti communiste, mais en tant que « petit prince », il a l'air rassurant d'être fait pour le pouvoir. Contrairement à Angela Merkel, Xi n'a pas besoin de convaincre qui que ce soit de sa capacité et de sa volonté d'agir conformément à la place de la Chine dans les affaires mondiales. Son autorité évidente confirme l'ascension de la Chine non seulement au rang d'économie capitale, mais en tant que superpuissance. Pour de nombreux pays, notamment en Europe, la Chine est déjà *la* superpuissance économique. Dans cette ambiance de fascination face à ce qui est vécu comme

une transition historique, les gens prouvent qu'ils ont la mémoire courte. On oublie un peu facilement qu'à Davos, un an plus tôt à peine, les conversations roulaient non sur l'hégémonie chinoise, mais sur le fait que l'économie chinoise risquait de déclencher un désastre mondial.

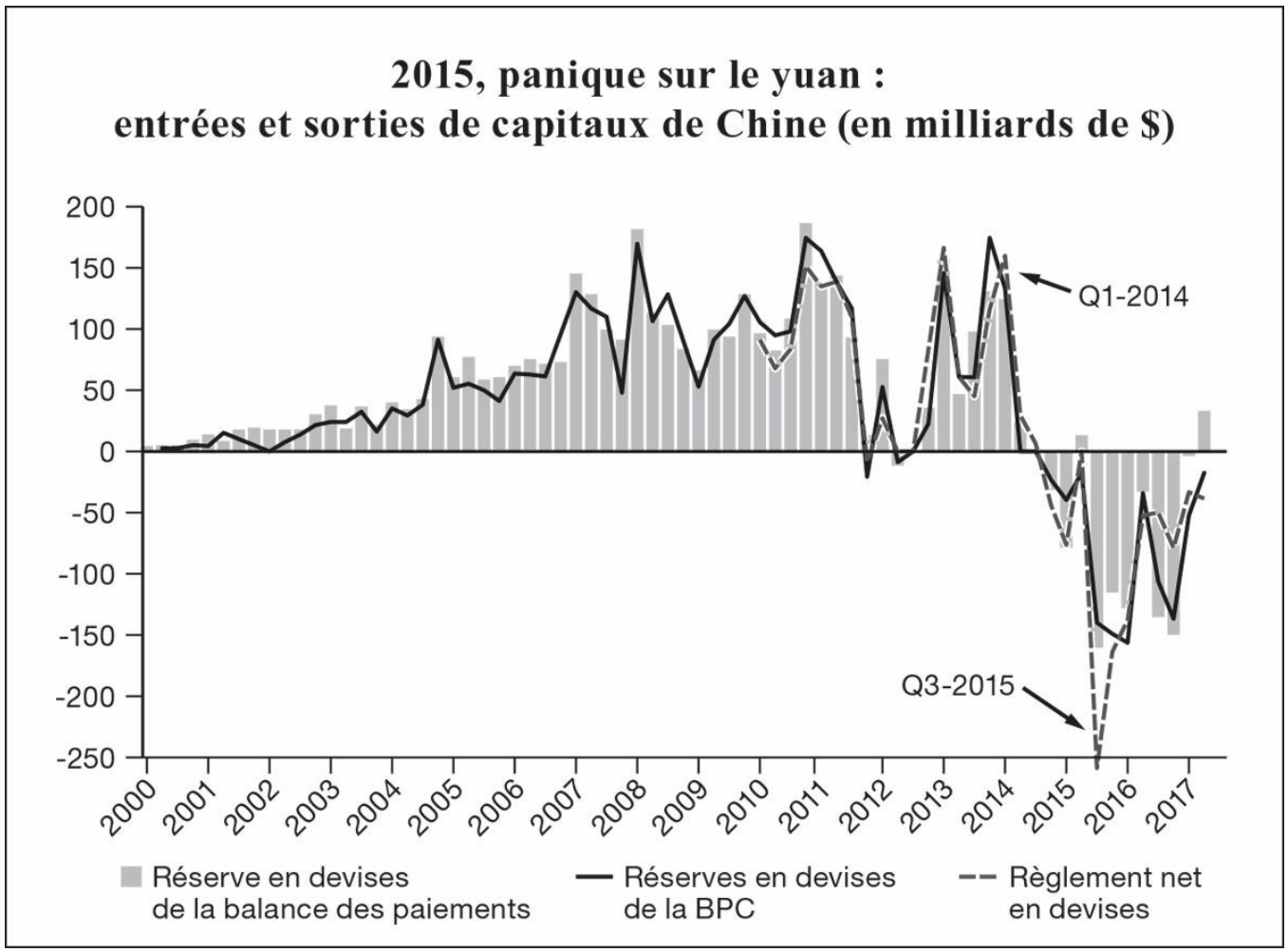
I

Les économies de marché émergentes ont connu des difficultés depuis le sevrage raté de 2013. Deux des grandes réussites économiques du nouveau millénaire, à savoir le Brésil et l'Afrique du Sud, se sont écroulées. L'effondrement des prix des matières premières, à l'automne 2014, a porté un rude coup aux exportateurs de pétrole, de gaz, de minerai de fer et d'autres matières premières. La Russie et une grande partie de l'Asie centrale luttent contre l'impact des sanctions et de la crise ukrainienne. Compte tenu de la croissance médiocre en Europe et aux États-Unis, la seule force qui maintienne l'économie mondiale est la croissance constante de la Chine et, en 2015, même elle a soudainement semblé remise en cause.

Le 12 juin 2015, alors que l'Occident est occupé par les événements en Grèce et en Ukraine, le marché boursier chinois commence à fléchir. Après avoir atteint un pic de 5 166, l'indice composite de Shanghai chute de 30 % en trois semaines. Une « équipe nationale » d'investisseurs – entreprises et fonds – injecte des milliards de yuans sur le marché, et les cours des actions se stabilisent temporairement. Mais à la mi-août, les craintes d'une dévaluation du yuan font reculer le marché qui atteint un nouveau point nadir, au-dessus de 3 000 en septembre. À partir de ce plateau, l'intervention gouvernementale fait temporairement remonter l'indice. Mais le 4 janvier 2016, la dégringolade reprend. En février, de nouvelles vagues de ventes ramènent l'indice à 2 737, soit à peine plus de la moitié du niveau enregistré six mois plus tôt.

Pour le régime, c'est extrêmement embarrassant. En 2013, Xi a inauguré son nouveau gouvernement en promettant le « Rêve de Chine ». Imprudemment, les médias de propagande du parti l'avaient lié directement au destin du marché boursier[4]. Des centaines de millions de Chinois ont confié leur épargne au marché. Ces investissements sont désormais en chute libre, au moment où le régime se prépare à célébrer le soixante-

dixième anniversaire de la victoire sur le Japon en 1945. Le défilé du 3 septembre s'annonce comme un événement monumental, au son de l'incantation du régime – « N'oubliez jamais l'humiliation nationale » – en y répondant par de formidables célébrations. Poutine est l'invité d'honneur. Au même moment, le yuan commence à être reconnu comme devise internationale. À l'automne 2015, le FMI est sur le point d'inclure la monnaie chinoise dans son indice de référence. La condition, pour être inclus dans le panier du FMI, est que Pékin devra permettre au yuan de circuler plus librement. Pendant des décennies, le yuan a été un pari à sens unique. Contre le dollar surévalué, il n'avait d'autre choix que de s'apprécier. Mais quand, début août 2015, Pékin libéralise le commerce des devises, le yuan plonge rapidement.



Q1, premier trimestre ; Q3, troisième trimestre (NdT).

Source : Brad Setser, « Asia Is Adding to Its FX Reserves in 2017 (China Included ?)», *Follow the Money* (blog), 20 août 2017, https://www.cfr.org/blog/asia-adding-its-fx-reserves-2017-china-included

Il est clair que quelque chose ne va vraiment pas et, contrairement à 2008, il est évident que la source des problèmes se trouve en Chine. Au cours des années de croissance explosive, survoltée depuis 2008 par une augmentation massive du crédit, l'industrie lourde chinoise a développé une énorme surcapacité. Le secteur immobilier a été pénalisé par la construction excessive. Le marché boursier est électrisé par une « exubérance irrationnelle » et une vague de prêts de marge dangereux. La Chine a un secteur bancaire parallèle surgonflé qui rappelle terriblement celui qui s'était effondré en Europe et en Amérique en 2007-2008[5]. Mais ce qui suscite l'inquiétude des observateurs de la scène chinoise, c'est la gigantesque vague d'argent qui quitte la Chine au rythme de centaines de milliards de dollars par mois à la recherche d'un refuge sûr[6]. Certains savaient-ils quelque chose que le reste du monde ignorait ?

Pendant vingt ans, la sous-évaluation du yuan a été une constante dans les affaires économiques mondiales. Maintenant, le vent a semble-t-il tourné. La Chine n'est-elle qu'un marché émergent de plus, certes le plus grand que le monde ait jamais connu, à faire la culbute après un boom ? C'était une idée effrayante qui, de plus, soulève une question. Comment un pays doté d'une balance commerciale forte et de réserves titanesques pourrait-il glisser vers une crise monétaire ? Cela fait étrangement penser à 2008, lorsque les banques des champions des exportations, comme la Corée du Sud et la Russie, s'étaient trouvées en difficulté et avaient désespérément cherché un financement en dollars. Et l'explication est en 2015 la même qu'en 2008. La mondialisation opère par différents canaux à différents niveaux. Le canal commercial visible sur lequel des pays comme la Corée du Sud et la Chine occupent une position si dominante n'est qu'un des canaux, et pas l'un des plus décisifs, pour une crise financière. Une économie ayant

un fort excédent commercial, des réserves de devises importantes et une monnaie en appréciation peut fort bien voir les banques, les entreprises et les particuliers accumuler des dettes en devises. Le besoin de financement en dollars était le dénominateur commun des banques sud-coréennes, russes et européennes en 2008. Il les rendait extrêmement vulnérables à un changement de différentiels de taux d'intérêt ou à un renversement des mouvements de change. Ce n'était pas la balance commerciale mais les bilans des entreprises qui les rendaient vulnérables. En 2008, la Chine n'avait pas encore été pleinement intégrée dans cette logique. Sa mondialisation était encore « classique » – dominée par ses opérations commerciales. C'est précisément ce côté familier du développement de la Chine, et sa contrepartie des « déficits jumeaux » américains qui ont détourné l'attention des analystes occidentaux des tensions financières massives qui s'accumulaient dans les bilans de l'Atlantique Nord. Mais depuis 2008, tandis que la modernisation effrénée de la Chine se poursuivait, elle s'était de plus en plus intégrée en termes financiers.

La logique commerciale de l'intégration financière de la Chine est convaincante. Les entreprises chinoises investissent comme jamais auparavant. Les taux d'intérêt en Chine sont bas. Mais grâce à l'assouplissement quantitatif de Bernanke, ils sont encore plus bas dans le monde du dollar. Le seul mouvement probable en yuan est à la hausse. Si l'on associe les deux, on obtient les ingrédients pour un « *carry trade* » rentable : emprunter en dollars ; investir en yuan ; rembourser le prêt en dollars sur le produit de l'économie chinoise en plein essor au taux de change du yuan en appréciation[7]. La réglementation des changes de la Chine rendant difficile l'importation directe de dollars américains, une ou deux étapes supplémentaires ont été ajoutées : emprunter en dollars ; acheter des marchandises ; utiliser les recettes attendues de la vente des matières premières comme garantie pour emprunter en yuan ; investir le yuan en Chine. Le profit peut être réalisé de trois façons : sur l'écart entre

les rendements chinois et les coûts de financement en dollars ; sur la dépréciation du dollar par rapport au yuan ; et sur l'augmentation probable de la valeur des matières premières, entraînée par l'essor de la demande chinoise.

Selon les estimations de la BIS, à la fin de 2014, alors que les réserves officielles de la Chine atteignent 4 000 milliards de dollars, les créances transfrontalières contre les entreprises chinoises atteignent 1 100 milliards de dollars, principalement en dollars, dont plus de 800 milliards sont dus à de grandes banques occidentales[8]. Au total, 25 % des dettes des entreprises chinoises sont en dollars, pour seulement 8 % de leurs bénéfices. Ce décalage est rentable, mais risqué. Si l'une des conditions sous-jacentes change, les taux d'intérêt, les taux de change ou les prix des matières premières, la position peut devenir déficitaire. En 2015, les trois conditions ont changé. Le retrait de la Fed par rapport à l'assouplissement quantitatif signifie que la marge d'intérêt évoluera rapidement dans le mauvais sens. Le ralentissement de la croissance de la Chine et l'effondrement soudain des prix du pétrole en 2014 inversent la dynamique des prix des matières premières. La lutte menée par Xi contre la corruption en Chine a incité les familles riches à déplacer leurs biens hors du pays. Cette fuite a exercé une pression à la baisse sur le yuan. Pour ceux qui détiennent une partie de l'exposition étrangère des 1 100 milliards de dollars, cette combinaison de facteurs est une très mauvaise nouvelle et, étant donné qu'elle est de notoriété publique, elle risquait de provoquer une débandade[9].

Au cours de l'hiver 2015-2016, pour reprendre les termes de *The Economist*, c'est rien moins qu'une « calamité[10] » qui menace l'économie mondiale. Le boom des marchés émergents, longtemps l'incarnation de la rhétorique de la mondialisation, s'est brutalement arrêté. La Russie, l'Asie centrale, le Brésil et l'Afrique du Sud sont déjà en récession. L'implosion de l'économie chinoise, avec la chute du yuan et la fuite des investisseurs, pourrait aisément faire basculer l'économie

mondiale dans la récession. *The Economist* dépeint un scénario d'horreur où les fonds sortis de Chine et une vaste orgie de surcapacité amplifient un cycle mondial de déflation, dont l'élan serait plus imparable qu'en 2008. Les producteurs de l'industrie et de matières premières se retrouveraient insolvables. Dans le même temps, si la parité du yuan est rompue, ce ne serait pas la seule devise à dévaluer. Les opérations de portage du dollar sur les marchés émergents s'effondreraient, provoquant une crise financière générale. Les banques occidentales ne seraient pas à l'abri.

Un scénario glaçant. Même la possibilité qu'il ait lieu suffit à semer la panique. Les marchés des matières premières sont extrêmement nerveux. Après être parti en chute libre en novembre 2014, le pétrole s'est stabilisé au printemps 2015 à environ 60 dollars le baril. Mais la Chine est maintenant le plus gros importateur de brut au monde. La perspective d'une crise e n Chine couplée à l'offre abondante d'huile de schiste en provenance des États-Unis et à la position intransigeante du gouvernement saoudien fait de nouveau basculer les marchés[ll]. Entre l'été 2015 et janvier 2016, les prix dégringolent de 60 à 29 dollars le baril. Comme les Saoudiens l'ont probablement cherché, cela porte un coup terrible au secteur américain du schiste, qui se retrouve fortement endetté, et provoque une vague d'anxiété sur les marchés financiers américains. Même dans les économies développées soutenues par un assouplissement quantitatif, des pressions déflationnistes se profilent. En janvier 2016, la question qui se pose à Davos n'est pas de savoir comment la Chine prendrait la tête de l'économie mondiale, mais comment elle parviendrait à survivre. Pékin pourrait-il empêcher un effondrement ? Une implosion chinoise transformerait-elle le bouleversement des fortunes sur les marchés émergents en une déroute totale ? Un an plus tard, c'est la crise mondiale dont le gouvernement Trump n'a pas hérité. Et pourquoi pas, d'ailleurs ?

Pour répondre à cette question, il faut revenir sur les mesures

prises à Pékin. Du fait de sa réaction spectaculaire à la crise de 2008, le régime chinois est auréolé d'une réputation formidable en matière de politique économique efficace. Mais en 2015, la réponse initiale de la Chine à la crise est tout sauf rassurante. Les tâtonnements qui visent à stabiliser la bourse de Shanghai ont mis à nu le mythe de l'omnicompétence de Pékin[12]. L'assouplissement quantitatif à la chinoise n'a pas été un succès. La libéralisation des opérations de change en août 2015 a été mal gérée. Mais Pékin a gardé son sang-froid. Plutôt que de laisser le yuan poursuivre sa chute, la BPC a stabilisé un nouvel ancrage. Les contrôles de capitaux ont été renforcés, et en dehors de cela, la BPC a autorisé le dénouement des positions en dollars exposées. S'il s'agit d'un ajustement des bilans et non d'une panique générale, c'est la bonne décision. Depuis leur pic de 4 000 milliards de dollars à l'été 2014, les réserves en devises de l a Chine ont chuté au début de 2017 pour atteindre 3 000 milliards de dollars. Des dizaines de milliards de dollars ont été aspirées mois après mois, une situation éprouvante pour les nerfs, mais les réserves se sont finalement stabilisées au niveau inférieur. Pour relancer la demande au début de 2016, Pékin a déclenché un autre boom du crédit et des mesures de relance budgétaire, tout en entreprenant de purger les secteurs industriels lourds les plus surexploités de la surcapacité. Les médias occidentaux, d'ordinaire connus pour leur plaidoyer en faveur de la liberté du marché, n'ont pas pu cacher leur soulagement à l'idée que Pékin avait repris les choses en main. Comme l'a noté *The Economist* : « Le capital étant désormais à l'abri, une grande partie a été investie dans l'immobilier local : les prix des logements ont grimpé, d'abord dans les grandes villes, puis ailleurs. Les taxes sur les petites voitures ont été réduites de moitié. À eux tous, ces contrôles et ces stimuli ont fait l'affaire[13]. » En réaction, les prix des matières premières ont rebondi et l'industrie manufacturière est repartie en Asie, sauvant littéralement du gouffre les gigantesques capacités de production de la Chine. La menace de déflation mondiale est écartée.

Telle est la vision triomphaliste de l'affaire. La Chine n'est pas un autre marché émergent comme les autres, sujet à des crises. Pékin a les choses en main. La Chine a réussi à endiguer une menace de crise partie de chez elle et qui menaçait de déstabiliser l'économie mondiale. Jusqu'ici tout va bien, pourrait-on dire. Mais 2015 a démontré non seulement que la Chine n'est ni invulnérable ni omnicompétente. Plus important encore, elle a démontré qu'elle n'était pas autonome. En 2008, la question était de savoir si la Chine abandonnerait ses avoirs en dollars et déstabiliserait les États-Unis. Huit ans plus tard, grâce à l'intégration financière plus poussée de la Chine, la question s'est inversée. Alors que Pékin lutte pour reprendre le contrôle de son marché boursier et de la fuite des devises, la question n'est plus de savoir si la Chine abandonnera le dollar, mais si la Fed coopérera avec les efforts de la Chine pour stabiliser le yuan.

Pour Janet Yellen et le conseil d'administration de la Fed, c'est un terrible dilemme. L'année 2015 a commencé par le FOMC qui prévoyait de poursuivre le processus entamé lors de la fin de l'assouplissement quantitatif en décembre 2014. Ils allaient augmenter les taux. La question était de savoir jusqu'où et dans quel délai. Après la crise générale de 2013, la Fed est parfaitement consciente des conséquences possibles pour les marchés émergents[14]. Mais l'économie américaine progressant lentement vers le plein-emploi, elle souhaite s'éloigner de zéro, ne serait-ce que pour se donner une marge de manœuvre pour faire face au prochain revers. Plus généralement, il semble qu'il y ait un besoin pressant de « normaliser ». En dépit de toutes les discussions sur la stagnation séculaire, il est difficile d'admettre que les taux d'intérêt nuls ou le bilan massivement gonflé de la Fed soient une caractéristique constante de l'économie mondiale. Mais maintenant, c'est la menace d'une crise en Chine qui bloque la voie qui mène à la normalisation. En 2013, la Fed s'est vantée de ne consacrer son attention qu'à l'état de l'économie nationale américaine. Pourrait-elle adopter la même approche en Chine ?

Au cours de l'été 2015, la Fed tergiverse, mais lors de la réunion du FOMC en septembre, la question n'a plus été éludée. La majorité des analystes s'attendent à ce que la Fed augmente ses taux d'un cran. Mais c'est alors que surviennent la dévaluation du yuan et le deuxième plongeon à la Bourse de Shanghai. Quelles que soient les limites des mandats de la Fed, les marchés, eux, sont mondiaux. Ils ne peuvent pas ignorer la menace de la Chine. Le 24 août, le Dow Jones américain perd 1 000 points et la Fed s'abstient. La normalisation de la politique monétaire américaine est suspendue et Janet Yellen ne fait pas mystère du raisonnement du conseil d'administration. L'instabilité en Chine en est la clé. Lors de la conférence de presse du 18 septembre 2015, alors qu'elle explique la décision du FOMC, les journalistes notent que Yellen a fait six fois référence à la Chine et dix à des facteurs « mondiaux ». Contrairement à 2013, quand l'Inde et la Turquie étaient sous pression, le risque de retombée de la Chine sur les États-Unis est trop important pour être ignoré. De fait, la déflation chinoise a un impact si puissant sur l'économie mondiale qu'il n'est pas nécessaire que la Fed en rajoute avec sa propre hausse des taux d'intérêt[15].

Pour Pékin, la tolérance de la Fed est un soulagement. Les Chinois apprécient l'idée que la Fed reconnaisse l'interdépendance. En octobre 2015, le ministre des Finances Lou Jiwei ose lancer, lors d'une réunion du FMI, que la Fed ne peut pas relever ses taux d'intérêt parce que c'est la Chine qui est en jeu. « Les États-Unis ne sont pas sur le point de relever leurs taux d'intérêt et, dans le cadre de leurs responsabilités mondiales, ils ne peuvent pas les augmenter », déclare Lou. Les États-Unis, insiste-t-il, « devraient assumer des responsabilités mondiales » en raison du statut du dollar en tant que monnaie mondiale[16]. Aux États-Unis, la réaction est plus mitigée. Comme les observateurs du marché américain, inquiets, le soulignent immédiatement, le fait que Yellen ait conditionné la politique américaine à la situation en Chine a énormément compliqué la tâche pour qui veut interpréter les prochaines décisions de

la Fed. Les marchés ont virtuellement fait de la prédiction de la Fed une science. En revanche, personne en Occident n'est certain de savoir déchiffrer ce qui se passe à Pékin[17].

En décembre 2015, sur la base de l'amélioration du marché de l'emploi en Amérique, le FOMC continue et relève ses taux. C'est la première hausse de taux depuis 2006[18]. L'annonce de Yellen montre bien que la Fed a l'intention de donner le signal que la reprise s'est consolidée. Mais dans les deux camps de la politique américaine, l'information fait l'objet de vigoureuses contestations. Les partisans de Bernie Sanders se sont rassemblés à l'extérieur du bâtiment de la Fed de New York pour clamer : « La reprise, quelle reprise ? » Des millions d'Américains sont encore loin d'avoir renoué avec leur situation de 2008. D'autre part, l'opinion conservatrice, que rejoint Donald Trump, est furieuse que Yellen n'ait pas bougé plus tôt. Le message des marchés est lui aussi mitigé. Au début, en décembre 2015, les investisseurs ont été soulagés que la Fed se soit enfin lancée dans la normalisation. Ensuite, l'incertitude en Chine et sur les marchés émergents et l'effondrement des prix du pétrole sont revenus au premier plan. L'année 2016 a débuté par une vente massive sur le marché. À la mi-février, le S & P 500 a chuté de 11 %. Une fois de plus, la Fed marque une pause, une décision justifiée pendant l'été lorsque les marchés réagissent au Brexit par une vente spectaculaire. La nervosité pure et simple que suscite l'économie américaine est une réalité trop souvent négligée par ceux qui se démènent pour comprendre la défaite d'Hillary Clinton en novembre 2016. Huit ans après 2008, l'affrontement Sanders-Clinton-Trump ne s'est pas déroulé sur fond de boom. L'ambiance est alors si incertaine que la Fed n'a pas jugé bon d'augmenter les taux avant la fin de l'année, alors que « l'embellie Trump » bat son plein et que le spectre de la déflation mondiale s'est enfin volatilisé.

II

En 2015-2016, l'économie mondiale a évité une troisième phase de la crise mondiale. Les récessions des marchés émergents sont restées cantonnées aux économies individuelles – Russie, Brésil, Afrique du Sud – et à des matières premières particulières – notamment le pétrole. La récession ne s'est pas généralisée. Elle ne s'est pas propagée aux économies développées. La lente reprise de la zone euro, de la Grande-Bretagne et des États-Unis s'est poursuivie. Ce fait, que l'on a tendance à oublier trop facilement, devrait nous permettre de comprendre les bouleversements politiques et géopolitiques extraordinaires qui ont marqué les années écoulées depuis 2013. Pendant la crise en Ukraine, l'effondrement des prix des matières premières a même profité à l'Occident en accroissant la pression des sanctions sur la Russie. Pendant ce temps, le drame grec de 2015, les votes en faveur du Brexit et de Trump ont tous eu lieu dans une atmosphère tendue, mais calme. En 2017, nous n'avons pas été confrontés à tout ce qu'implique la question de Paulson : que se serait-il passé pour l'Amérique et le monde si Trump, au moment de son investiture, avait été confronté à des défis du genre de ceux qu'Obama a dû relever en 2009 ?

Mais si la crise a été évitée en 2015-2016, les enjeux n'ont cessé d'augmenter. Si nous remontons à la période antérieure à 2008, une « crise chinoise » paraissait envisageable à l'époque. Or, ce qui inquiète les observateurs, c'est la possibilité d'une vente massive d'actifs libellés en dollars par les gestionnaires des réserves chinoises. Alors que les nuages d'orage s'amoncelaient, la priorité absolue du Trésor de Paulson était de maintenir la Chine en place. Et Paulson était prêt à payer un prix politique élevé pour le faire. La formule de Brad Setser va droit au but : Fannie Mae et Freddie Mac étaient « trop chinois pour échouer[19] ». Les nationaliser a permis d'éviter une crise simultanée de l'Atlantique et de la Chine, dont les conséquences sont trop terribles pour être seulement envisagées. Mais

la diplomatie financière de Paulson met également en lumière le fait que, en 2008, la gestion des relations financières sino-américaines était encore très liée aux relations intergouvernementales. En revanche, en 2015-2016, non seulement les risques sont du côté chinois, mais ce sont des entreprises privées et des investisseurs qui ont déplacé leur argent. En moins de dix ans, l'intégration commerciale et financière de la Chine a parcouru un incroyable chemin. Compte tenu de ce que l'on vient de voir dans ce livre, les implications en sont vertigineuses.

Nous nous sommes intéressés dans ces pages à la lutte menée pour contenir la crise dans trois zones interdépendantes de profonde intégration financière privée : le système financier transatlantique basé sur le dollar, la zone euro et la sphère postsoviétique de l'Europe de l'Est. Les défis étaient immenses. L'implosion a pris les finances publiques et privées au piège d'un cercle vicieux. Les faillites bancaires ont obligé les gouvernements à intervenir de manière scandaleuse pour sauver les oligopoles privés. La Fed est intervenue hors de ses frontières pour fournir des liquidités aux banques d'autres pays. La crise s'est transformée en une affaire de relations internationales : l'Allemagne et la Grèce, le Royaume-Uni et la zone euro, les États-Unis et l'UE. Et ces questions ne se sont pas posées dans un vide de pouvoir politique, mais dans un champ de forces géopolitiques, illustré graphiquement par les affrontements avec la Russie sur le destin de la Géorgie et de l'Ukraine. Les défis ont une incroyable complexité technique, des dimensions gigantesques. Et ils sont incroyablement rapides. Entre 2007 et 2012, la pression a été implacable.

En tant qu'effort de stabilisation capitaliste à part entière, la réponse apportée par le Trésor américain et la Fed a connu un remarquable succès. Son objectif était de rétablir la viabilité des banques. Non seulement cela a été le cas, mais elle a également fourni d'importantes liquidités et des mesures de relance monétaire à l'ensemble du système financier basé sur

le dollar, à l'Europe, et au-delà, aux marchés émergents. L'incapacité du Parti démocrate à en tirer profit sur le plan politique, lui qui a dû se charger de l'essentiel des efforts, est d'autant plus révélatrice. En fait, « TARP » et « plans de sauvetage » sont aujourd'hui des gros mots, et la Fed a été victime d'une perte de légitimité spectaculaire. Sur le choc du souvenir de 2008, les élections de 2016 ont livré un verdict brutal. Avec Trump à la présidence et un Congrès républicain, la question est désormais de savoir si le système politique américain soutiendra ne serait-ce que les institutions de base de la mondialisation, pour ne rien dire de toute tentative aventureuse de lutter contre la crise au niveau national ou mondial.

Face à cette abdication américaine, on aurait pu penser que la zone euro constituerait une alternative. Mais l'échec de la BCE, de l'Allemagne et de la France à concevoir une stratégie de lutte applicable contre les crises a fait de l'euro une source de danger et d'instabilité pour l'économie mondiale entre 2010 et 2015. Si elle a été sauvée, c'est en grande partie grâce aux pressions et à l'aide de l'extérieur. Il n'est pas non plus rassurant que l'Allemagne, le membre le plus puissant de la zone euro, ait résisté pendant si longtemps aux mesures nécessaires. Loin de voir l'Europe comme un partenaire prometteur pour la gouvernance économique mondiale, Pékin et le reste du G20 se sont demandé à maintes reprises ce que les Européens étaient en train de faire[20]. Les Allemands pourront répondre qu'ils enseignaient la discipline, forçant l'Europe à se préparer à un avenir fait de concurrence mondiale. Mais à quoi cela a-t-il servi si non seulement la Grèce, mais aussi l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et l'Italie ont été submergées par la crise immédiate ? Enfin, en 2012, ce que Monti a poliment appelé le « blocage mental » a été surmonté. L'activisme nouveau de la BCE a stabilisé les marchés obligataires. Mais les progrès sur les bases financières essentielles de l'union bancaire ont été terriblement lents et Berlin fait toujours obstacle à l'émission par l'Europe d'un actif commun sûr, autrement dit les euro-obligations[21].

Comme toujours, l'axe franco-allemand est essentiel. En 2017, le vote en faveur de Macron a été un vote pour l'Europe. Pas pour l'Europe telle qu'elle est aujourd'hui, mais pour une Europe qui adopterait un nouveau cap[22]. Ce qui dépend de l'Allemagne. En mai 2017, face à la catastrophe qu'est la politique étrangère de Trump, Merkel a déclaré qu'il était nécessaire pour l'Europe de se forger sa propre voie. Mais la question de savoir si Berlin sera partenaire d'un tel projet après les élections allemandes de 2017 reste ouverte. La montée de l'AfD est inquiétante. Cette formation est aujourd'hui essentiellement connue comme étant un parti raciste, hostile aux immigrés et aux réfugiés. Mais elle est née en 2013, quand la droite allemande a réagi avec colère à Draghi et à la BCE. La fin de la grande coalition n'est pas moins importante pour l'Europe. Le rôle du FDP dans la gestion par Merkel de la crise de la zone euro en 2010-2012 a été néfaste, tout comme celui de la CSU de droite en Bavière. À l'heure où nous rédigeons ces lignes, l'Europe est dans l'attente de la composition d'un nouveau gouvernement allemand.

La relation transatlantique ne repose pas uniquement sur l'argent, bien sûr. Elle est étroitement liée à de profondes relations culturelles, politiques, diplomatiques et militaires. Et celles-ci ont été étendues, ou du moins a-t-on pu le croire, à l'Europe de l'Est, si impatiemment intégrée dans l'UE et l'OTAN au début des années 2000. En Asie de l'Est, le système d'alliance de l'Amérique a toujours été plus souple. Et la victoire de l'Occident dans la guerre froide était loin d'être complète. Le triomphe économique de la Chine est un triomphe pour le parti communiste. C'est toujours la raison fondamentale qui fait douter de la possibilité d'une coopération véritablement approfondie avec la Chine dans la gouvernance économique mondiale. Contrairement à la Corée du Sud, au Japon ou à l'Europe, la Chine ne fait pas partie du réseau mondial américain. Lorsque les États-Unis ont élargi leurs lignes de *swap* en 2008, ils ont agi à la fois dans une zone dépolitisée de l'activité économique et dans un domaine régi par une relation de

pouvoir. La politique de l'investissement chinois à l'étranger et la méfiance à l'égard du rôle joué par les entreprises publiques de Pékin suggèrent que des intérêts économiques profondément partagés, comme ceux qui ont légitimé les lignes de *swap* de la Fed pour l'Europe, seront beaucoup plus difficiles à développer avec la Chine. Et l'expérience à la frontière du pouvoir occidental en Europe de l'Est ne donne guère de raison d'être optimiste quant à la capacité de Washington ou des Européens à mener une diplomatie financière dans des domaines de tensions géopolitiques réelles. Au plus fort de la crise en 2008-2009, l'Occident a, franchement, négligé l'Europe de l'Est, bien que les discussions sur l'expansion de l'OTAN aient mené à une guerre avec la Russie en Géorgie, quelques semaines seulement avant le déclenchement de la crise en août 2008. En 2009, de manière significative, ce sont les vétérans du gouvernement de George H.W. Bush qui ont prévenu que l'Europe de l'Est et l'Europe occidentale risquaient à nouveau de se diviser. En 2013, l'UE s'est engagée sans réfléchir dans ce qui s'est transformé en une confrontation avec Poutine au sujet de l'Ukraine. Et tout cela au moment où le gouvernement Obama faisait pression sur le TPP, ce qui a été vu à Pékin comme un endiguement agressif, et alors que le Japon et la Chine s'affrontaient pour des îles rocheuses en mer de Chine de l'Est. Il ne fait aucun doute que le gouvernement Trump est imprévisible, mais c'est sous l'égide d'Obama, avec Hillary Clinton au poste de secrétaire d'État, que les relations avec la Russie et la Chine se sont tendues à ce point. La Russie a survécu aux sanctions grâce à ses réserves. Les ressources de la Chine sont beaucoup plus importantes. Peut-être sont-elles telles qu'il n'est pas nécessaire d'envisager un monde de coopération vraiment étroite entre la Fed et la BPC. Mais ces réserves chinoises sont le résultat d'un système de réglementation financière et de contrôle des changes que l'Occident a longtemps critiqué. La capacité de la Chine à stopper la fuite de ses réserves de change a entraîné un nouveau

resserrement de ces contrôles. En termes économiques, cela n'a été que partiellement couronné de succès. Et en Chine même, cela passe par une lutte de pouvoir entre des élites dont la principale préoccupation est de mettre leur richesse en sécurité et les gestionnaires du régime qui luttent pour préserver la stabilité. Des risques financiers énormes subsistent. Comme l'a commenté le grand économiste Abba Lerner : « L'économie a acquis le titre de reine des sciences sociales en choisissant comme domaine des problèmes politiques résolus[23]. » L'avenir de l'économie politique chinoise et de ses relations avec l'Occident ne ressortit pas de ce domaine.

III

Les événements de 2015-2016 en Chine font écho à un autre thème majeur de ce livre. Même pour un régime aussi compétent et bien informé que celui de Pékin, les revers économiques ont été soudains et inattendus. Nous disposons de plusieurs termes pour cela – panique, crise, gel, implosion, fuite, arrêts brusques, freinage, incertitudes radicales – et toutes ces descriptions de ce qui s'est passé ou a menacé le système financier mondial depuis 2007 indiquent une seule et même chose : en plus des tensions structurelles lentes que peut engendrer l'intégration mondiale, elle produit également des ruptures soudaines, des événements qui ne peuvent être pleinement pris en compte ou réduits à des conditions structurelles ou réglementés par la loi. Ces crises sont difficiles à prévoir ou à définir à l'avance. Elles ne sont pas anticipées et sont souvent profondément complexes. Et toujours synonymes d'urgence. De tels moments exigent des interventions antagonistes. Elles exigent de l'action. C'est cette juxtaposition qui sert de cadre au récit ce livre : grandes organisations, structures et processus d'une part ; décision, débat, argumentation et action de l'autre.

On peut considérer de tels moments à l'aide des métaphores de l'urgence ou de la lutte contre les incendies. Chez ceux qui luttent contre la crise en Amérique, le recours au vocabulaire militaire est courant : force maximale, doctrine de Powell, stupeur et catatonie, gros bazooka. Mais on pourrait aussi dire que ce qui est nécessaire est immatériel et volatil : le leadership politique et l'action. Tout est question de formulation de plans et de programmes, de la mobilisation du soutien et de la lutte contre l'opposition.

Lorsque la crise financière s'est aggravée au cours des derniers jours du gouvernement Bush en 2008, les doutes sur le leadership américain étaient monnaie courante. Et en ce qui concerne le Parti républicain, ils étaient amplement justifiés. À ce moment critique, le Parti républicain a échoué dans son rôle de relais

entre sa base électorale et les impératifs de la stabilisation systémique. C'est cette expérience que Paulson a vu se reproduire de manière encore plus extrême en 2016, avec la perte de pouvoir de l'élite républicaine et la nomination de Trump. En 2008, l'intérêt systémique d'un plan de sauvetage était évident. Il concernait les deux rives de l'Atlantique. Mais politiquement, il a fallu une coalition bipartisane fragile réunie par l'élite républicaine et les dirigeants du Parti démocrate pour fédérer les États-Unis et fournir les fondations des efforts de stabilisation mondiale de la Fed et du Trésor. La polarisation politique subséquente de l'Amérique et l'élection de Trump en 2016 ne font hélas que souligner un peu plus encore l'importance historique de cette coalition.

C'est le versant américain du drame. En tant que tel, il a une signification mondiale. Mais ses homologues sont partout touchés par la crise. En Europe et en Asie aussi. La crise de la zone euro n'a cessé de poser la question. Comment regrouper des coalitions pour mener des actions impopulaires mais vitales ? Qui aura la volonté, l'endurance, la force, les intérêts et la disposition au compromis nécessaires pour s'imposer ? Il est peut-être choquant que l'un des piliers les plus importants de l'ordre mondial se caractérise par ce degré d'indécision. Mais l'édification de coalitions politiques ad hoc, aussi déséquilibrées soient-elles, est ce qu'implique la gouvernance du capitalisme dans des conditions démocratiques. Au XXe siècle, c'est ce qui a fait la différence entre le traité de Versailles et le plan Marshall, entre les réponses de Herbert Hoover et de Roosevelt à la Grande Dépression. Le mot « politique » dans « économie politique » doit être pris au sérieux.

Depuis 2007, l'ampleur de la crise financière a mis cette relation entre les politiques démocratiques et les exigences de la gouvernance capitaliste sous une énorme pression. Surtout, cette tension ne s'est pas manifestée par une crise de participation populaire, ni par le contrôle définitif de la politique par les dirigeants élus, mais par une crise des partis

politiques qui ont historiquement concilié les deux. Elle a mis à l'épreuve leurs programmes, leur cohérence et leur capacité à mobiliser un soutien, et ils se sont révélés déficients. Dans de nombreux pays, la crise a balayé les partis modérés de la gauche, notamment en Grèce et en France. Ils ont payé le prix de leur incapacité à contrer de manière constructive le stress de la crise de la zone euro. Lors des élections du Bundestag en 2017, les deux principaux partis en Allemagne, considérés comme le pays le moins touché par la crise, ont connu une baisse historique. Aux États-Unis et en Grande-Bretagne, ce sont les principaux partis de droite qui ont subi la rupture critique, avec des conséquences dramatiques sous la forme du Brexit et des implications potentiellement encore plus importantes du fait de l'incohérence croissante des républicains aux États-Unis. Ces derniers se sont dotés d'une impressionnante machine à gagner des voix, d'un appareil médiatique sans merci, de formidables moyens de collecter des fonds. Mais à en juger par le bilan des dix dernières années, ils sont incapables de légiférer ou de coopérer efficacement au sein d'un gouvernement.

Un temps, il a été à la mode de dire que nous vivions à l'ère de la post-démocratie, voire de la post-politique, mais l'importance de ces développements strictement politiques n'en est pas moins étonnante. Par leur seule force d'inertie, des systèmes sociaux complexes, tels que les marchés financiers, et des appareils comme l'État moderne et le système inter-États dans lequel il existe, engendrent une impression de solidité. Nous finissons par douter qu'ils puissent éventuellement être influencés par des interventions politiques, des décisions ou des débats. Nous voyons partout préemption et usurpation technocratiques, souvent pour de bonnes raisons. Il est possible de décrire les opérations de ces systèmes en effaçant le rôle de la politique. Mais si l'histoire que l'on vient de voir a un but, c'est de révéler la pauvreté de pareilles interprétations. Les choix, l'idéologie et l'intervention politique sont omniprésents dans ce récit, avec des résultats lourds de conséquence, non simplement comme

des facteurs perturbants, mais comme des réactions vitales face à l'immense volatilité et à la contingence générées par le dysfonctionnement des « systèmes » et « machines » géants et des appareils de l'ingénierie financière. Le succès et l'échec, la stabilité et la crise peuvent en effet basculer du fait de choix précis. Ce n'est pas pour rien que nous nous référons à un « instant Lehman ». Et il y en a eu d'autres : Deauville ; Cannes en 2011 ; « quoi qu'il en coûte » ; sans oublier le référendum sur le Brexit ou les stupéfiantes élections américaines de novembre 2016.

Depuis les années 1500 et la naissance conjointe du capitalisme et du système d'État moderne, de tels moments de décision, de contingence, de choix et de drame ont été constitutifs de ce que nous percevons comme l'histoire contemporaine. Bien que ce sens de l'histoire ait pu être temporairement en suspens après 1989, il est revenu en force. De tels instants sont les jalons de la mémoire et de la commémoration. Ils justifient l'action : après le 15 septembre 2008, éviter un autre Lehman est devenu une idée fixe des gestionnaires de crise à travers le monde. Ils constituent la chronologie de la narration et de l'histoire. Ils définissent les anniversaires, provoquent des débats et des réexamens. Du fait de la tourmente du début du XXe siècle, le début du XXIe siècle est une succession de centenaires. En 2014, le plus important d'entre eux a été le centenaire de 1914. La commémoration et les réflexions sur le déclenchement de la Première Guerre mondiale ont suscité un vif intérêt dans le monde entier. Les historiens ont évoqué ce traumatisme originel du XXe siècle[24]. Et ils l'ont fait dans le contexte des conflits en Ukraine et en Asie de l'Est qui font que les leçons de 1914 sont particulièrement pertinentes. De manière moins littérale, 1914 pourrait également être un bon moyen de s'interroger sur le type de problème historique que représente la crise financière de 2008.

Il existe une similitude frappante entre les questions que nous nous posons à propos de 1914 et de 2008[25]. Comment finit

une grande période de modération ? Comment naissent des risques énormes, mal compris et difficilement contrôlables ? Comment les grands changements tectoniques de l'ordre mondial dégénèrent-ils en séismes soudains ? Comment les « horaires ferroviaires » de systèmes techniques géants se combinent-ils pour accoucher d'un désastre ? Comment les référentiels anachroniques et obsolètes nous empêchent-ils de comprendre ce qui se passe autour de nous ? Avons-nous sombré dans la crise ou des forces obscures nous y ont-elles poussés ? Qui est responsable de la catastrophe qui s'ensuit, provoquée par l'homme, fabriquée par l'homme ? Le développement inégal et combiné du capitalisme mondial est-il le moteur de toute instabilité ? Comment les passions de la politique populaire façonnent-elles la prise de décision par les élites ? Comment les politiciens exploitent-ils ces passions ? Y a-t-il une voie qui mène vers l'ordre international et national ? Pouvons-nous atteindre la stabilité et la paix éternelles ? La loi est-elle la réponse ? Ou devons-nous compter sur l'équilibre de la terreur et le jugement des techniciens et des généraux ?

Ce sont les questions que nous nous sommes posées à propos de 1914 au cours des cent dernières années. Ce n'est pas un hasard si nous nous posons à peu près les mêmes à propos de 2008 et de ses conséquences. Ce sont les questions qui hantent les grandes crises de la modernité.

Notes

INTRODUCTION : LA PREMIÈRE CRISE D'UNE ÈRE MONDIALISÉE

1. http://www.un.org/en/ga/63/generaldebate/brazil.shtml.
2. http://www.un.org/en/ga/63/generaldebate/pdf/usa_en.pdf.
3. http://www.un.org/en/ga/63/generaldebate/pdf/philippines_en.pdf.
4. http://www.un.org/en/ga/63/generaldebate/argentina.shtml.
5. http://www.un.org/press/en/2008/080923_Sarkozy.doc.htm.
6. http://www.un.org/ga/63/generaldebate/pdf/france-fr.pdf
7. P. H. Gordon et J. Shapiro, *Allies at War : America, Europe, and the Crisis over Iraq* , New York, McGraw-Hill 2004.
8. J. Habermas et J. Derrida, « February 15, or What Binds Europe Together : Plea for a Common Foreign Policy, Beginning in Core Europe », *Frankfurter Allgemeine Zeitung,* 31 mai 2003, dans *Old Europe, New Europe, Core Europe,* sous la direction de D. Levy, M. Pensky et J. Torpey, London, Verso, 2005.
9. T. Purdum, « It Came from Wasilla », *Vanity Fair* n° 39, 2009.
10. G. Jarvie, D. Hwang et M. Brennan, *Sport, Revolution, and the Beijing Olympic,* Oxford, Bloomsbury Academic, 2008 ; M. E. Price et D. Dayan, *Owning the Olympics : Narratives of the New China,* Ann Arbor (Michigan), University of Michigan Press, 2011.
11. G. Toal, *Near Abroad : Putin, the West and the Contest over Ukraine and the Caucasus* , New York, Oxford University Press, 2017.
12. D. Trump, « Remarks of President Donald J. Trump – As Prepared for Delivery, Inaugural Address » (discours prononcé à Washington, DC, le 20 janvier 2017), https://www.whitehouse.gov/inaugural-address ; pour la vidéo, voir http://www.cnn.com/videos/politics/2017/01/20/trump-speech-america-first-sot.cnn.
13. Pour une excellente analyse sociopsychologique des répercussions de la crise aux États-Unis et en Grande-Bretagne, voir T. Clark, *Hard Times : Inequality, Recession, Aftermath*, New Haven (Connecticut), Yale University Press, 2014.
14. A. S. Blinder, *After the Music Stopped* (New York, Penguin, 2014), est le meilleur récit de la crise rédigé par un économiste et ce compte rendu concerne exclusivement la situation américaine. Voir aussi G. Packer, *The Unwinding : An Inner History of the New America*, New York, Farrar, Straus and Giroux, 2013.
15. Je suis parfaitement d'accord avec le propos des ouvrages suivants : L. Panitchin et S. Gindin, *The Making of Global Capitalism : The Political Economy of American Empire*, London, Verso, 2012 ; E. S. Prasad, *The Dollar Trap : How the US Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press, 2014 ; H. M. Schwartz, *Subprime Nation : American Power, Global Capital, and the Housing Bubble*, Ithaca (New York), Cornell University Press, 2009 ; et P. Gowan, « Crisis in the Heartland », *New Left Review* n° 55, 2009, p. 5-29.
16. I. Bremmer, « The Return of State Capitalism », *Survival* n° 50, 2008, p. 55-64 ; et J. Gyriel, « The Return of Europe's Nation-States : The Upside of the EU's Crisis », *Foreign Affairs* n° 95, 2016, p. 94.

17. Attribuée à Douglas Adams, auteur du *Guide du voyageur galactique*, la notion de « l'arrêt brutal » intègre l'économie internationale dans G. A. Calvo, « Capital Flows and Capital-Market Crises : The Simple Economics of Sudden Stops », *Journal of Applied Economics* n° 1, novembre 1998, p. 35-54.
18. A. Tooze, *Statistics and the German State : The Making of Modern Economic Knowledge*, Cambridge, Cambridge University Press, 2001 ; et T. Mitchell, *Rule of Experts*, Berkeley, University of California Press, 2001.
19. R. Skidelsky, *Keynes : The Return of the Master*, New York, PublicAffairs, 2010.
20. Paul Krugman défend vigoureusement et de manière convaincante le modèle IS-LM des années 1930, qu'il juge essentiel pour comprendre les mécanismes de la récession et la lenteur de la reprise. Voir P. Krugman « IS-LMentary » sur le blog *Conscience of a Liberal*, *New York Times,* 9 octobre 2011 ; et « Economics in the Crisis » sur le blog *Conscience of a Liberal*, *New York Times,* 5 mars 2012.
21. R. Baldwin, « Global Supply Chains : Why They Emerged, Why They Matter, and Where They Are Going », dans *Global Value Chains in a Changing World,* sous la direction de D. K. Elms et P. Low, Genève, OMC, 2013, p. 13-60.
22. H. S. Shin, « Globalisation : Real and Financial », 87e Assemblée générale de la Banque des règlements internationaux, https://www.bis.org/speeches/sp170625b_slides.pdf.
23. M. Obstfeld et A. M. Taylor, « International Monetary Relations : Taking Finance Seriously », document de travail DP12079 du CEPR, juin 2017, https://ssrn.com/abstract=2980858.
24. Parmi les textes clés, citons T. Adrian et H. S. Shin, « Liquidity and Leverage », *Journal of Financial Intermediation* n° 19, juillet 2010, p. 418-437 ; C. Borio et P. Disyatat, « Global Imbalances and the Financial Crisis : Link or No link ? », document de travail n° 346 de la BRI, 2011 ; et S. Avdjiev, R. N. McCauly et H. S. Shin, « Breaking Free of the Triple Coincidence in International Finance », *Economic Policy* n° 31, 2016, p. 409-451.
25. Citons l'ouvrage emblématique de D. Yergin et J. Stanislaw, *The Commanding Heights : The Battle for the World Economy*, New York, Simon & Schuster, 2002.
26. B. Bernanke, « The Great Moderation », Eastern Economic Association, Washington, DC, 20 février 2004.
27. Parmi de nombreux exemples, citons D. Harvey, *A Brief History of Neoliberalism*, New York, Oxford University Press, 2007.
28. Pour la synthèse d'une littérature complexe et plurielle, voir G. Ingham, *The Nature of Money*, Cambridge, Polity, 2004.
29. Parmi de nombreux exemples, A. Roberts, *The Logic of Discipline : Global Capitalism and the Architecture of Government*, New York, Oxford University Press, 2011.
30. « Re-Thinking the Lender of Last Resort », document de travail n° 79 de la BRI, septembre 2014, consultable sur SSRN : https://ssrn.com/abstract=2504682.
31. Les lignes de *swap*, qui concernent des milliers de milliards de dollars, sont tout juste mentionnées, mais un chapitre entier est consacré à AIG dans B. Bernanke, *Mémoires de crise*, Paris, Seuil, 2015, chapitre XIII (« AIG : "Je suis un homme en colère" »).

32. D. Coyle, *GDP : A Brief but Affectionate History* , Princeton (New Jersey), Princeton University Press, 2015 ; P. Lepenies, *The Power of a Single Number : A Political History of GDP*, New York, Columbia University Press, 2016 ; et T. E. Shenk, « Inventing the American Economy », Columbia University Academic Commons, doctorat, 2016, https://doi.org/10.7916/D8NZ87N1.

33. Du côté français, ce point est noté par M. Roche, *Histoire secrète d'un krach qui dure*, Paris, Albin-Michel, 2016. Pour les mesures de l'Allemagne contre la crise, voir L. Müller, *Bank-Räuber : Wie kriminelle Manager und unfähige Politiker uns in den Ruin treiben*, Berlin, Econ, 2010.

34. Voir Marco Buti à l'Institut européen, Columbia, avril 2016, consultable sur https://www.youtube.com/watch?v=7aGtNbmvmTs.

35. En refusant d'accepter que les théories de la monnaie optimale ou les régimes de croissance divergents puissent être fatidiques pour l'euro, et en se concentrant sur la finance, l'interprétation proposée ici converge avec celle de M. Sandbu, *Europe's Orphan : The Future of the Euro and the Politics of Debt*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press, 2015 ; E. Jones, "The Forgotten Financial Union : How You Can Have a Euro Crisis Without a Euro", dans *The Future of the Euro,* sous la direction de M. Matthijs et M. Blyth, New York, Oxford University Press, 2015 ; E. Jones, « Getting the Story Right : How You Should Choose Between Different Interpretations of the European Crisis (and Why You Should Care) », *Journal of European Integration* vol. XXXVII, n° 7, 2015, p. 817-832 ; et W. Schelkle, *The Political Economy of Monetary Solidarity : Understanding the Euro Experiment*, Oxford, Oxford University Press, 2017.

36. T. Wieser, cité dans C. Gammelin et R. Löw, *Europas Strippenzieher : Wer in Brüssel Wirklich Regiert*, Berlin, Econ, 2014, p. 65.

37. M. Blyth, *Austerity : The History of a Dangerous Idea* , Oxford, Oxford University Press, 2013, p. 73.

38. C'est un point reconnu avec une admirable franchise dans T. Geithner, *Stress Test : Reflections on Financial Crises*, New York, Crown, 2015.

39. Pour en savoir plus sur l'importance cruciale de l'idée de « fouillis » dans le libéralisme keynésien, voir G. Mann, *In the Long Run We Are All Dead : Keynesianism, Political Economy, and Revolution*, Londres, Verso, 2017.

40. « From Clout to Rout : Why European Companies Have Become a Fading Force in Global Business », *The Economist*, 30 juin 2016.

41. M. Fratzscher, *Die Deutschland-Illusion : Warum wir unsere Wirtschaft überschätzen und Europa brauchen*, Munich, Carl Hanser, 2014 ; J. Bibow, « The Euro Debt Crisis and Germany's Euro Trilemma », Levy Economics Institute, document de travail n° 721, mai 2012 ; et S. Dullien, « A German Model for Europe ? », Conseil européen des relations internationales (ECFR), juillet 2013.

42. « CSU für Apple, Linke gegen Steuerdeals », *Neues Deutschland*, 1er septembre 2016.

43. J. B. Stewart, « Deutsche Bank as Next Lehman Brothers : Far-Fetched but Not Unthinkable », *New York Times,* 6 octobre 2016.

44. C. Goodhart et D. Schoenmaker, « The United States Dominates Global Investment Banking : Does It Matter for Europe ? », *Bruegel Policy Contribution*, 2016.

45. « Special Report : How Mario Draghi Is Reshaping Europe's Central Bank »,

Reuters, 9 janvier 2013 ; L. Elliott, « Take a Bow Mario Draghi – Has the ECB Chief Saved the Eurozone ? », *The Guardian,* 8 juin 2017.

46. Z. Micah, « The Myth of the Indispensable Nation », *Foreign Policy,* 6 novembre 2014.
47. D. W. Drezner, *The System Worked : How the World Stopped Another Great Depression*, Oxford, Oxford University Press, 2014.
48. E. Helleiner, *The Status Quo Crisis : Global Financial Governance After the 2008 Meltdown*, Oxford, Oxford University Press, 2014.
49. B. Eichengreen, *Hall of Mirrors : The Great Depression, the Great Recession, and the Uses and Misuses of History*, Oxford, Oxford University Press, 2015.
50. T. Frank, *Listen, Liberal : Or, Whatever Happened to the Party of the People ?*, New York, Macmillan, 2016.
51. Parmi de nombreux articles, citons deux textes particulièrement réfléchis : W. Davies, « The Age of Post-Truth Politics », *New York Times,* 24 août 2016 ; et A. M. Rondón, « Donald Trump's Fictional America », *Politico,* 2 avril 2017, https://www.politico.com/magazine/story/2017/04/donald-trumps-fictional-america-post-fact-venezuela-214973.
52. C. Forelle, « Luxembourg Lies on Secret Meeting », *Wall Street Journal,* 9 mai 2011.

CHAPITRE 1 – LA « MAUVAISE CRISE »

1. Conférence animée par P. Orszag, « Restoring America's Promise of Opportunity, Prosperity and Growth », Brookings Institution, Washington, DC, 2006, consultable sur http://www.hamiltonproject.org/assets/legacy/files/downloads_and_links/Rest
2. R. Rubin et J. Weisberg, *In an Uncertain World : Tough Choices from Wall Street to Washington*, New York, Random House, 2003 ; et N. Prins, *All the Presidents' Bankers : The Hidden Alliances That Drive American Power* , New York, Nation Books, 2014.
3. R. Altman, P. Orszag, J. Bordoff et R. Rubin, « An Economic Strategy to Advance Opportunity, Prosperity, and Growth », The Hamilton Project, avril 2006, consultable sur http://www.hamiltonproject.org/assets/legacy/files/downloads_and_links/An_I
4. Pour une analyse détaillée des images du discours d'Obama, voir https://www.nakedcapitalism.com/2013/04/obama-at-the-hamilton-project-2006-this-is-not-a-bloodless-process.html.
5. P. Orszag, « Restoring America's Promise ».
6. Commission mixte sur la fiscalité, « Estimated Budget Effects of the Conference Agreement for H.R. 1836 », 26 mai 2001, JCX-51-01.
7. P. Blustein, « Reagan's Record », *Wall Street Journal,* 21 octobre 1985.
8. S. M. Kosiak, *Cost of the Wars in Iraq and Afghanistan, and Other Military Operations Through 2008 and Beyond,* Center for Strategic and Budgetary Assessments, 15 décembre 2008 ; J. Stiglitz et L. Bilmes, *The Three Trillion Dollar War* , New York, W. W. Norton, 2008.
9. T. Oatley, *A Political Economy of American Hegemony : Buildups, Booms, and Busts* , New York, Cambridge University Press, 2015.
10. Données tirées de https://www.cbo.gov/about/products/budget-economic-data#2.
11. A. Sinai, P. Orszag et R. Rubin, « Sustained Budget Deficits : Longer-Run US Economic Performance and the Risk of Financial and Fiscal Disarray », Brookings Institute, 5 janvier 2004.
12. Voir le récit particulièrement influent de B. Woodward, *The Agenda : Inside the Clinton White House*, New York, Simon & Schuster, 1994.
13. D. Wessel et T. T. Vogel Jr., « Arcane World of Bonds Is Guide and Beacon to a Populist President », *Wall Street Journal,* 25 février 1993, A1.
14. « The Long-Term Budget Outlook », Bureau du budget du Congrès, Washington, DC, 2005, p. 26. Pour en savoir plus sur l'avis du camp républicain, voir L. Ball et N. G. Mankiw, « What Do Budget Deficits Do ? », document de travail n° 5263 du National Bureau of Economic Research (NBER), septembre 1995.
15. Une hypothèse cruciale que l'on retrouve également dans P. Anderson, *American Foreign Policy and Its Thinkers*, Londres, Verso, 2015 ; A. Negri et M. Hardt, *Empire*, Cambridge (Massachusetts), Harvard University Press, 2000.
16. L'expression est de Robert Zoellick, alors secrétaire d'État adjoint, et elle

apparaît dans R. Zoellick, « Whither China ? From Membership to Responsibility », New York, 21 septembre 2005, New York, Commission nationale sur les relations des États-Unis et de la Chine (NCUSCR), 2005, consultable sur https://2001-2009.state.gov/s/d/former/zoellick/rem/53682.htm.

17. M. J. Dunne, *American Wheels, Chinese Roads : The Story of General Motors in China* , Singapore, Wiley, 2011.
18. Z. Wang, *Never Forget National Humiliation : Historical Memory in Chinese Politics and Foreign Relations*, New York, Columbia University Press, 2012.
19. M. Mandelbaum, *Mission Failure : America and the World in the Post – Cold War Era*, Oxford, Oxford University Press, 2016.
20. Pour une analyse divergente sur la nature hiérarchique de l'argent, le secteur bancaire parallèle et l'école de pensée qui place l'argent au cœur du système, voir l'exposé de Perry Mehrling, « Shadow Banking, Central Banking, and the Future of Global Finance », City University London, 2 février 2013, consultable sur https://www.city.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0018/163440/Mehrling_Future-Global-Finance-126sn0t.pdf.
21. E. Ilzetkzi, C. M. Reinhart et K. S. Rogoff, « Exchange Arrangements Entering the 21st Century : Which Anchor Will Hold ? », document de travail n° 23134 du NBER, 2017.
22. M. Pettis, *The Volatility Machine : Emerging Economies and the Threat of Financial Collapse*, New York, Oxford University Press, 2001.
23. Une du magazine *Time*, février 1999 ; R. Rubin et J. Weisberg, *In an Uncertain World*.
24. G. A. Calvo, « Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America », document de travail n° 11153 du NBER, 2005.
25. « The Argentine Crisis, 2001-2002 », Rabobank, 23 août 2013, consultable sur https://economics.rabobank.com/publications/2013/august/the-argentine-crisis-20012002-/.
26. M. Wolf, *Fixing Global Finance*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 2008.
27. M. P. Dooley, D. Folkerts Landau et P. Garber, « The Revived Bretton Woods System », *International Journal of Finance & Economics* n° 9, 2004, p. 307-313.
28. D. A. Steinberg, « Why Has China Accumulated Such Large Foreign Reserves ? », dans *The Great Wall of Money : Power and Politics in China's International Monetary Relations,* sous la direction de E. Helleiner et J. Kirshner, Ithaca (New York), Cornell University Press, 2014, p. 71.
29. E. M. Truman, « Sovereign Wealth Funds : The Need for Greater Transparency and Accountability », Peterson Institute for International Economics, août 2007, https://piie.com/publications/pb/pb07-6.pdf.
30. P. G. Peterson, « Riding for a Fall », *Foreign Affairs*, septembre/octobre 2004, https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2004-09-01/riding-fall.
31. N. Roubini, « The US as a Net Debtor : The Sustainability of the US External Imbalances », novembre 2004, http://people.stern.nyu.edu/nroubini/papers/Roubini-Setser-US-External-

Imbalances.pdf.

32. S. Edwards, « Is the US Current Account Deficit Sustainable ? And If Not, How Costly Is Adjustment Likely to Be ? », document de travail n° 11541 du NBER, août 2005.
33. N. Ferguson et M. Schularick, « "Chimerica" and the Global Asset Market Boom », *International Finance* n° 10, 2007, p. 215-239, http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-2362.2007.00210.x/abstract.
34. *Ibid.*
35. L. Summers, « The United States and the Global Adjustment Process », discours prononcé au Stavros S. Niarchos Lecture Institute, Washington, DC, 2004.
36. R. Suskind, *The Price of Loyalty : George W. Bush, the White House, and the Education of Paul O'Neill*, New York, Simon & Schuster, 2004, p. 291-292.
37. B. Delong, « I Belong to No Organized Political Party », *Grasping Reality with Both Hands* (blog), novembre 2006, http://www.bradford-delong.com/2006/11/index.html.
38. A. Berman, *Herding Donkeys : The Fight to Rebuild the Democratic Party and Reshape American Politics*, New York, 2010.
39. La citation est de Matthew Yglesias, mentionné dans B. Delong, « I Belong to No Organized Political Party ».
40. « Brad Delong : The Democrats' Line in the Sand », *Economist's View,* 30 juin 2008, http://economistsview.typepad.com/economistsview/2008/06/brad-delong-the.html.
41. L. R. Jacobs et D. King, *Fed Power : How Finance Wins*, Oxford, Oxford University Press, 2016.
42. Procès-verbal de la réunion du Comité fédéral de l'open market (FOMC), 29 et 30 juin 2004, https://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20040630.htm.
43. Le modèle de Mundell-Fleming sur les dynamiques macroénonomiques des économies ouvertes existe dès les années 1960, voir J. M. Boughton, « On the Origins of the Fleming-Mundell Model », *IMF Staff Papers* n° 50, 2003, p. 1-9.
44. B. Bernanke, « The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit », n° 77, Conseil des gouverneurs du système de la Réserve fédérale des États-Unis, 2005.
45. B. Bernanke, « On Milton Friedman's Ninetieth Birthday », conférence donnée en l'honneur de Milton Friedman, 8 novembre 2002.
46. M. Friedman et A. J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press, 2008, p. 407-414.
47. B. Bernanke, « Constrained Discretion and Monetary Policy », remarques prononcées devant le forum Money Marketeers de la New York University (New York, New York University, 2003).
48. B. Applebaum, « Bernanke, as Professor, Tries to Buff Fed's Image », *New York Times*, 20 mars 2012 ; et B. Bernanke, « The Federal Reserve and the Financial Crisis Origins and Mission of the Federal Reserve », conférence n° 1, école de commerce de George Washington University, 20 mars 2012.
49. T. Adams, « The US View on IMF Reform », conférence sur la réforme du FMI,

23 septembre 2005, https://piie.com/commentary/speeches-papers/us-view-imf-reform.

50. P. Blustein, *Off Balance : The Travails of Institutions That Govern the Global Financial System*, Waterloo (Ontario), Centre for International Governance Innovation (CIGI), 2013, p. 51-66.

51. « Paulson May Be Bringing Heft to China Currency Drive », *Taipei Times,* 1er juin 2006.

52. L'influent Fred Bergsten est un partisan particulièrement énergique de la création d'un G2 ; voir « A Partnership of Equals : How Washington Should Respond to China's Economic Challenge », *Foreign Affairs* n° 87, juillet-août 2008, p. 57-69.

53. « Fact Sheet Creation of the US-China Strategic Economic Dialogue », ministère américain des Finances, 20 septembre 2006, https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp107.aspx ; H. Paulson, « A Strategic Economic Engagement : Strengthening US-Chinese Ties », *Foreign Affairs* n° 87, septembre-octobre 2008, p. 59-77.

54. Pour les citations qui suivent, voir « The Panic About the Dollar », *The Economist,* 29 novembre 2007 ; G. Steingart, « A Pearl Harbor Without War », *Der Spiegel,* 13 novembre 2007 ; « Supermodel "Rejects Dollar Pay" », *BBC News*, 6 novembre 2007 ; M. Nizza, « Heads Turn Over Model's Disputed Dollar », *New York Times,* 6 novembre 2007 ; « Gisele Bundchen Doesn't Want to Be Paid in Dollars », *Fox News*, 5 novembre 2007 ; C. Giles, « Adjustment or Affliction ? », *Financial Times,* 10 décembre 2007 ; et D. Usborne, « Rappers Join Models in Insisting on Euros as Greenbacks Fall Further out of Fashion », *The Independent,* 17 novembre 2007.

55. P. Krugman, « Will There Be a Dollar Crisis ? », *Economic Policy* n° 22, 2007, p. 436-467.

56. D. W. Drezner, « Bad Debts : Assessing China's Financial Influence in Great Power Politics », *International Security* n° 34, automne 2009, p. 7-45.

57. J. B. DeLong, « The Wrong Financial Crisis », *Vox,* 10 octobre 2008.

CHAPITRE 2 – LES SUBPRIMES

1. Y. Barnes, « Around the World in Dollars and Cents », Savills World Research, 2016, http://pdf.euro.savills.co.uk/global-research/around-the-world-in-dollars-and-cents-2016.pdf.
2. Bureau du budget du Congrès (CBO), « Housing Wealth and Consumer Spending Report », 110e Congrès, janvier 2007.
3. CNUCED, *Trade and Development report 2010*, New York, p. 44.
4. O. Jordà, M. Schularick et A. M. Taylor, « Betting the House », Banque fédérale de réserve de San Francisco, juin 2014.
5. O. Jordà, M. Schularick et A. M. Taylor, « The Great Mortgaging : Housing Finance, Crises and Business Cycles », *Economic Policy* n° 31, septembre 2014, p. 107-152.
6. W. L. Silber, *Volcker : The Triumph of Persistence* , New York, Bloomsbury Press, 2012, p. 125-215.
7. L. Silk, « The Interest Rate Issue », *New York Times,* 21 juillet 1981.
8. À propos des dynamiques politiques de cette période, voir S. Eich et A. Tooze, « The Great Inflation », dans *Vorgeschichte der Gegenwart : Dimensionen des Strukturbruchs nach dem Boom,* sous la direction de A. Doering-Manteuffel, L. Raphael et T. Schlemmer, Göttingen, Vandenhoek & Ruprecht, 2015.
9. Remarques du gouverneur Ben Bernanke, intitulées « The Great Moderation » et prononcées lors du congrès de l'Eastern Economic Association, à Washington, DC, le 20 février 2004. Pour une revue de la littérature dont s'inspire Ben Bernanke, voir James H. Stock et Mark W. Watson, « Has the Business Cycle Changed and Why ? », *NBER Macroeconomics Annual* n° 17, 2002, p. 159-218.
10. R. K. Green et S. M. Wachter, « The American Mortgage in Historical and International Context », *Journal of Economic Perspectives* n° 19, 2005, p. 93-114.
11. Je simplifie une question plus complexe analysée dans W. H. Starbuck et P. N. Pant, « Trying to Help S&Ls : How Organizations with Good Intentions Jointly Enacted Disaster », dans *Organizational Decision Making,* sous la direction de Z. Shapira, Cambridge, Cambridge University Press, 1996, p. 35-60.
12. T. Curry et L. Shibut, « The Costs of the Savings and Loan Crisis : Truth and Consequences », *FDIC Banking Review,* https://www.fdic.gov/bank/analytical/banking/2000dec/brv13n2_2.pdf.
13. H. Schwartz, *Subprime Nation,* p. 96-101.
14. R. K. Green et A. B. Schnare, « The Rise and Fall of Fannie Mae and Freddie Mac : Lessons Learned and Options for Reform », n° 8521, USC Lusk Center for Real Estate, 2009.
15. R. Rothstein, *The Color of Law : A Forgotten History of How Our Government Segregated America*, New York, W. W. Norton, 2017.
16. J. B. Judis et R. Teixeira, *The Emerging Democratic Majority*, New York, Macmillan, 2002.
17. L'analyse la plus influente de cette affaire est celle de C. W. Calomiris et S. H. Haber, *Fragile by Design : The Political Origins of Banking Crises and Scarce*

Credit, Princeton (New Jersey), Princeton University Press, 2014. Pour un examen critique, voir M. Konzcal, « Guest Post : A Review of Fragile by Design », Roosevelt Institute, 3 novembre 2017.

18. D. Jaffee et J. M. Quigley, « The Future of the Government Sponsored Enterprises : The Role for Government in the US Mortgage Market », document de travail n° 17685 du NBER, Cambridge (Massachusetts), 2011.
19. N. Fligstein et A. Goldstein, « A Long Strange Trip : The State and Mortgage Securitization, 1968-2010 », dans *The Oxford Handbook of the Sociology of Finance*, sous la direction de A. Preda et K. Knorr-Cetina, Oxford, Oxford University Press, 2012, p. 339-356.
20. L'histoire est bien racontée dans M. Lewis, *Liar's Poker*, New York, W. W. Norton, 2010 ; B. McLean et J. Nocera, *All the Devils Are Here : The Hidden History of the Financial Crisis*, New York, Penguin, 2010.
21. K. Dennis, « The Ratings Game », *University of Miami Law Review* n° 63, 2008-2009 ; et L. J. White, « The Credit-Rating Agencies and the Subprime Debacle », *Critical Review* n° 21, 2009, p. 2-3, 389-399
22. N. Fligstein et A. Goldstein, « The Anatomy of the Mortgage Securitization Crisis » dans *Markets on Trial : The Economic Sociology of the US Financial Crisis, Part A*, sous la direction de M. Lounsbury et P. M. Hirsch, Bingley, Emerald Group, 2010, p. 29-70.
23. D. Jaffee et J. M. Quigley, « The Future of the Government Sponsored Enterprises ».
24. A. B. Ashcraft et T. Schuermann, « Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* n° 318, mars 2008.
25. A. Goldstein et N. Fligstein, « The Transformation of Mortgage Finance and the Industrial Roots of the Mortgage Meltdown », *Mimeo*, 2014.
26. P. Gowan, *The Global Gamble : Washington's Faustian Bid for World Dominance* , Londres, Verso, 1999.
27. P. Augar, *The Greed Merchants : How the Investment Banks Played the Free Market Game*, Londres, Penguin, 2005.
28. G. Tett, *Fool's Gold : The Inside Story of J.P. Morgan and How Wall St. Greed Corrupted Its Bold Dream and Created Financial Catastrophe*, New York, Free Press, 2009.
29. G. Krippner, *Capitalizing on Crisis : The Political Origins of the Rise of Finance*, Cambridge (Massachusetts), Harvard University Press, 2011.
30. Z. Pozsar, « Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the US Banking System », document de travail n° 11/109 du FMI, août 2011.
31. P. Gowan, « Crisis in the Heartland », *New Left Review* n° 55, janvier/février 2009.
32. P. Augar, *Greed Merchants*, 34.
33. T. Adrian et H. S. Shin, « Liquidity and Lleverage », *Journal of Financial Intermediation* n° 19, 2010, p. 418-437.
34. D. MacKenzie, *An Engine, Not a Camera : How Financial Models Shape Markets* ,

Cambridge (Massachusetts), MIT Press, 2006, p. 211-242.

35. G. F. Davis et M. S. Mizruchi, « The Money Center Cannot Hold : Commercial Banks in the US System of Corporate Governance », *Administrative Science Quarterly* n° 44, juin 1999, p. 215-239.
36. Le passage suivant s'appuie sur A. Goldstein et N. Fligstein, « The Transformation of Mortgage Finance ».
37. K. Grind, *The Lost Bank : The Story of Washington Mutual – the Biggest Bank Failure in American History*, New York, Simon & Schuster, 2012.
38. A. Blundell-Wignall, P. Atkinson et S. H. Lee, « The Current Financial Crisis : Causes and Policy Issues », *OECD Financial Market Trends*, 2008. Comme le soulignent les auteurs, « l'année 2004 est cruciale en ce qui concerne l'analyse de la causalité ».
39. W. Poole, « The GSEs : Where Do We Stand ? », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* n° 95, novembre-décembre 2013, p. 601-611.
40. On trouvera une excellente présentation du financement structuré et de la crise dans A. Milne, *The Fall of the House of Credit : What Went Wrong in Banking and What Can Be Done to Repair the Damage ?*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009.
41. Pour une synthèse de la littérature sur la pénurie d'actifs sans risque, voir R. J. Caballero, E. Farhi et P. Gourinchas, « The Safe Assets Shortage Conundrum », *Journal of Economic Perspectives* n° 31, été 2017, p. 29-46.
42. D. Clement, « Interview with Gary Gorton », Banque fédérale de réserve de Minneapolis, 1er décembre 2010.
43. G. Gorton, « The History and Economics of Safe Assets », document de travail n° 22210 du NBER, avril 2016.
44. A. Goldstein et N. Fligstein, « Transformation » ; V. V. Acharya, P. Schnabl et G. Suarez, « Securitization Without Risk Transfer », *Journal of Financial Economics* n° 107, 2013, p. 515-536 ; E. Engelen *et al.*, *After the Great Complacence : Financial Crisis and the Politics of Reform*, Oxford, Oxford University Press, 2011, p. 61.
45. G. Tett, *Fool's Gold*, p. 124-143.
46. V. V. Acharya, P. Schnabl et G. Suarez, « Securitization Without Risk Transfer ».
47. T. Adrian et H. S. Shin, « Financial Intermediaries and Monetary Economics », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* n° 398, version révisée de mai 2010.
48. T. Adrian *et al.*, « Repo and Securities Lending », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* n° 529, version révisée de février 2013.
49. G. B. Gorton et A. Metrick, « Who Ran on Repo ? », document de travail n° 18455 du NBER, octobre 2012.
50. E. Callan, « Lehman Brothers – Leverage Analysis », Lehman Brothers, 7 avril 2008, https://web.stanford.edu/~jbulow/Lehmandocs/docs/DEBTORS/LBEX-DOCID%201401225.pdf.
51. S. Olster, « How the Roof Fell In on Countrywide », *Fortune*, 23 décembre 2010.

52. *Ibid.*
53. E. Engelen *et al.*, *After the Great Complacence*, p. 56.
54. https://web.archive.org/web/20090226105739/http://oversight.house.gov/docu
55. « Ker-ching : The Thorny Issue of Bankers' Bonuses », *The Economist,* 26 janvier 2008.
56. A. Haughwout *et al.*, « "Flip This House" : Investor Speculation and the Housing Bubble », *Liberty Street Economics* (blog), Banque fédérale de réserve de New York, 5 décembre 2011.
57. R. G. Rajan, « Has Financial Development Made the World Riskier ? », document de travail n° 11728 du NBER, novembre 2005.
58. M. D. Knight, « General Discussion : Has Financial Development Made the World Riskier ? », Banque fédérale de réserve de Kansas City, 2005, https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2005/pdf/GD5_2005.pdf.
59. E. Helleiner, *States and the Reemergence of Global Finance : From Bretton Woods to the 1990s*, Ithaca (New York), Cornell University Press, 1996.
60. D. Rosato, « Confessions of a Former Real Estate Bull », *CNN Money,* 6 janvier 2009 ; D. Lereah, *Why the Real Estate Boom Will Not Bust*, New York, Crown, 2005.
61. L. Kudlow, « The Housing Bears Are Wrong Again », *National Review,* 20 juin 2005.
62. V. V. Acharya, P. Schnabl et G. Suarez, « Securitization Without Risk Transfer ».
63. E. R. Morrison et J. Riegel, « Financial Contracts and the New Bankruptcy Code : Insulating Markets from Bankrupt Debtors and Bankruptcy Judges », *American Bankruptcy Institute Law Review* n° 13, 2005, p. 641-644.
64. H. M. Schwartz, *Subprime Nation,* p. 180.
65. « Shorting Home Equity Mezzanine Tranches : A Strategy to Cash In on a Slowing Housing Market », Deutsche Bank, février 2007, http://www.valuewalk.com/wp-content/uploads/2015/05/2007_Subprime_Shorting-Home-Equity-Mezzanine-Tranches-1.pdf.
66. M. Nakomoto et D. Wighton, « Citigroup Chief Stays Bullish on Buy-outs », *Financial Times,* 9 juillet 2007.

CHAPITRE 3 – LA FINANCE TRANSATLANTIQUE

1. L'expression « capitalisme sauvage de Bush » est de Robin Cook, ancien ministre des Affaires étrangères de Tony Blair ; voir R. Cook, « A Strong Europe – Or Bush's Feral US Capitalism », *The Guardian,* 28 octobre 2004.
2. « Lessons from a Crisis », *The Economist,* 2 octobre 2008.
3. « Le discours de Nicolas Sarkozy à Toulon », *Le Monde,* 25 septembre 2008.
4. S. Zedda, « Italian Banks' Paths Through the Crisis », *Scientific Research,* mars 2016.
5. B. Setser, « Too Chinese (and Russian) to Fail ? », *Follow the Money* (blog), Council on Foreign Relations, 12 juillet 2008 ; et H. M. Schwartz, *Subprime Nation,* p. 101-104.
6. C. Bertaut, L. P. DeMarco, S. Kamin et R. Tryon, « ABS Inflows to the United States and the Global Financial Crisis », *Journal of International Economics* n° 99, 2012, p. 219-234 ; B. Bernanke, C. Bertaut, L. DeMarco et S. Kamin, « International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003-2007 », *International Finance Discussion Papers* n° 1014, 2011.
7. D. O. Beltran, L. Pounder et C. Thomas, « Foreign Exposure to Asset-Backed Securities of US Origin », *International Finance Discussion Papers* n° 939, août 2008, tableau 6, ligne 6.
8. Banque d'Angleterre, *Financial Stability Report*, 22 octobre 2007, tableau 2.14.
9. M. Lewis, *Le Casse du siècle*, Paris, Sonatine, 2010 ; et Sous-commission permanente chargée des enquêtes au Sénat des États-Unis, « Wall Street and the Financial Crisis : Anatomy of a Financial Collapse », 13 avril 2011.
10. HSBC, « Fact Sheet », avril 2005, http://www.banking.us.hsbc.com/personal/pdf/fact_sheet_4-05.pdf.
11. M. Zaki, *UBS, les dessous d'un scandale : Comment l'empire aux trois clés a perdu son pari*, Lausanne, Favre Sa, 2008, p. 121.
12. « Deutsche Bank to Acquire MortgageIT Holdings, Inc. », Deutsche Bank, 12 juillet 2006.
13. V. Acharya et P. Schnabl, « Do Global Banks Spread Global Imbalances ? The Case of Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007-09 », Jacques Polak Annual Research Conference, 5-6 novembre 2009.
14. N. Baba, R. N. McCauley et S. Ramaswamy, « US Dollar Money Market Funds and Non-US Banks », *BIS Quarterly Review,* mars 2009.
15. H. S. Shin, « Global Banking Glut and Loan Risk Premium », Jacques Polak Annual Research Conference, 10-11 novembre 2011.
16. C. Bertaut *et al.*, « ABS Inflows to the United States and the Global Financial Crisis ».
17. T. Norfield, *The City : London and the Global Power of Finance,* Londres, Verso, 2017 ; D. Kynaston, *City of London : The History,* vol. IV, Londres, Penguin, 2002 ; et N. Shaxson, *Treasure Islands : Uncovering the Damage of Offshore Banking and Tax Havens*, New York, St Martin's Press, 2012.
18. E. Helleiner, *States and the Reemergence of Global Finance : From Bretton Woods to*

the 1990s, Ithaca (New York), Cornell University Press, 1996.

19. J. Green, « Anglo-American Development, the Euromarkets, and the Deeper Origins of Neoliberal Deregulation, *Review of International Studies* n° 42, 2016, p. 425-449.
20. P. Augar, *The Death of Gentlemanly Capitalism : The Rise and Fall of London's Investment Banks*, Londres, Penguin, 2000.
21. Lehman Brothers hérite de ces bureaux d'Enron en 2001, https://fr.wikipedia.org/wiki/25_Bank_Street.
22. « Triennial Central Bank Survey : Report on Global Foreign Exchange Market Activity in 2010 », Département monétaire et économique, Banque des règlements internationaux, décembre 2010, http://www.bis.org/publ/rpfxfl0t.pdf.
23. L. Jones, « Current Issues Affecting the OTC Derivatives Market and its Importance to London », City de Londres, avril 2009, https://www.cityoflondon.gov.uk/business/economic-research-and-information/research-publications/Documents/research%202009/Current%20issues%20affecting%20th
24. G. Morgan, « Supporting the City : Economic Patriotism in Financial Markets », *Journal of European Public Policy* n° 19, 2012, p. 373-387.
25. R. Wade, « Financial Regime Change ? », *New Left Review* n° 53, septembre-octobre 2008.
26. « Financial Regulation : Industry Changes Prompt Need to Reconsider US Regulatory Structure », Bureau de la responsabilité gouvernementale des États-Unis, GAO-05-61, 6 octobre 2004.
27. A. Baker, « Restraining Regulatory Capture ? Angloamerica, Crisis Politics and Trajectories of Change in Global Financial Governance », *International Affairs* n° 86, 2010, p. 647-663.
28. R. Wade, « Financial Regime Change ? ».
29. M. Singh et J. Aitken, « The (Sizable) Role of Rehypothecation in the Shadow Banking System », document de travail n° WP/10/172 du FMI, juillet 2010.
30. J. Green, « Anglo-American Development ».
31. M. Hirsch, *Capital Offense : How Washington's Wise Men Turned America's Future Over to Wall Street*, Hoboken (New Jersey), Wiley, 2010, p. 200.
32. M. Zaki, *UBS,* p. 75.
33. L. S. Talani, « The Impact of the Global Financial Crisis on the City of London : Towards the End of Hegemony ? », *Competition and Change* n° 15, février 2011, p. 11-30.
34. D. K. Tarullo, « Regulating Large Foreign Banking Organizations », *Harvard Law School Symposium on Building the Financial System of the Twenty-first Century : An Agenda for Europe and the United States*, 27 mars 2014.
35. « Rating Action : Moody's Downgrades Depfa Entities to A2, BFSR at D+ », services aux investisseurs de Moody's, 30 septembre 2008.
36. G. Robinson, « Hypo to Buy Depfa Bank for €5.7bn », *Financial Times,* 23 juillet 2007.

37. W. Munchau, *The Meltdown Years*, Munich, McGraw-Hill, 2010, p. 19-28.
38. D. K. Tarullo, « Banking on Basel », Peterson Institute for International Economics, 2008.
39. R. Abdelal, *Capital Rules : The Construction of Global Finance*, Cambridge (Massachusetts), Harvard University Press, 2007, p. 88.
40. R. Abdelal, *Capital Rules*, p. 193-194.
41. A. Blundell-Wignall, P. Atkinson et S. H. Lee, « The Current Financial Crisis : Causes and Policy Issues », *OECD Financial Markets Trends*, 2008.
42. A. Blundell-Wignall et P. Atkinson, « The Subprime Crisis : Causal Distortions and Regulatory Reform », 2008, dans P. Bloxham et C. Kent, *Lessons from the Financial Turmoil of 2007 and 2008* , compte rendu d'une conférence, Banque de réserve d'Australie, Sydney.
43. « The AIG Rescue, Its Impact on Markets, and the Government's Exit Strategy », 111e Congrès, Bureau des publications des États-Unis, 10 juin 2010 ; et R. Peston, « How Banks Depend on AIG », *BBC News*, 16 septembre 2008.
44. « The AIG Rescue, Its Impact on markets », 111e Congrès.
45. A. Baker, « Restraining Regulatory Capture ? Anglo-America, Crisis Politics and Trajectories of Change in Global Financial Governance », *International Affairs* no 86, 2010, p. 647-663.
46. M. Thiemann, « In the Shadow of Basel : How Competitive Politics Bred the Crisis », *Review of International Political Economy*, 5 février 2014, p. 1203-1239.
47. M. Berlin, « New Rules for Foreign Banks : What's at Stake ? », *Business Review,* Banque fédérale de réserve de Philadelphie, 2015 ; et « Letter SR 01-1 : Application of the Board's Capital Adequacy Guidelines to Bank Holding Companies Owned by Foreign Banking Organizations », Conseil des gouverneurs du système de la Réserve fédérale, 5 janvier 2001, https://www.federalreserve.gov/boarddocs/srletters/2001/sr0101.htm.
48. S. Bair, discours prononcé lors d'une conférence sur la gestion et la répartition des risques, 25 juillet 2007.
49. S. Bair, *Bull by the Horns : Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself*, New York, Free Press, 2012, p. 38-39.
50. S. G. Cecchetti, « Five Years in the Tower », discours prononcé au sommet annuel de la BRI, 2013. En 2008, le ratio d'endettement de la Deutsche Bank atteint le record de 70 pour 1. À propos d'UBS, voir M. Zaki, *UBS*, p. 117.
51. C. Hughes et J. Grant, « City Limits : London Counts the Cost of Six Stormy Months for Banks », *Financial Times,* 20 janvier 2008.
52. J. R. Dearie et G. J. Vojta, « Reform and Modernization of Financial Supervision in the United States : A Competitive and Prudential Imperative », Mimeo, 2007.
53. A. Appadurai, *Banking on Words : The Failure of Language in the Age of Derivative Finance*, Chicago, University of Chicago Press, 2015.
54. P. Blustein, *The Chastening : Inside the Crisis That Rocked the Global Financial System and Humbled the IMF*, New York, PublicAffairs, 2003.
55. M. Roche, *Histoire secrète d'un krach qui dure*, p. 99-100 ; et P. Blustein, *Off Balance,* p. 113-114.
56. M. Obstfeld, J. C. Shambaugh et A. M. Taylor, « Financial Instability, Reserves,

and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008 », document de travail n° 14826 du NBER, 2009.

57. P. McGuire et G. von Peter, « The US Dollar Shortage in Global Banking », *BIS Quarterly Review,* mars 2009.

58. Pour un examen des arguments, voir J. Aizenman et L. Jaewoo, « Financial Versus Monetary Mercantilism : Long-Run View of Large International Reserves Hoarding », *World Economy* n° 31, 2008, p. 593-611.

CHAPITRE 4 – LA ZONE EURO

1. L'ouvrage faisant autorité en la matière est celui de H. James, *Making the European Monetary Union*, Cambridge (Massachusetts), Harvard University Press, 2012 ; citons l'aperçu utile de l'économiste J. Pisani-Ferry, *The Euro Crisis and Its Aftermath*, Oxford, Oxford University Press, 2014. Sur le plan politique, voir D. Marsh, *The Euro : Battle for the New Global Currency*, New Haven, Yale University Press, 2009.
2. R. Abdelal, *Capital Rules : The Construction of Global Finance*, Cambridge (Massachusetts), Harvard University Press, 2007.
3. M. E. Sarotte, *1989. The Struggle to Create Post-Cold War Europe*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press, 2009.
4. Parmi de nombreux exemples, citons T. Mayer, *Europe's Unfinished Currency : The Political Economics of the Euro*, New York, Anthem Press, 2012. L'auteur a été économiste principal à la Deutsche Bank de 2009 à 2012.
5. Cette crainte est formulée très tôt par D. Gros, « Will EMU Survive 2010 ? », Center for European Policy Studies, 17 janvier 2006.
6. T. Bayoumi et B. Eichengreen, « Shocking Aspects of European Monetary Unification », document de travail n° 3949 du NBER, 1992.
7. M. Feldstein, « The Political Economy of the European Economic and Monetary Union : Political Sources of an Economic Liability », *Journal of Economic Perspectives* n° 11, 1997, p. 23-42.
8. U. G. Silveri, « Italy 1990-2014 : The Transition That Never Happened », *Journal of Modern Italian Studies* n° 20, 2015, p. 171-175.
9. K. Dyson et K. Featherstone, « Italy and EMU as a "Vincolo Esterno" : Empowering the Technocrats, Transforming the State », *South European Society and Politics* vol. I, n° 2, 1996, p. 272-299.
10. « The Sick Man of the Euro », *The Economist,* 3 juin 1999.
11. R. R. G. Heinze, *Blockierte Gesellschaft*, Opladen, VS Verlag, 1998 ; et K. v. Hammerstein *et al*., « Die blockierte Republik », *Der Spiegel,* 21 septembre 2002.
12. A. Hassel et C. Schiller, *Der Fall Hartz IV*, Frankfort, Campus, 2010 ; S. Beck et C. Scherrer, « Der rot-grüne Einstieg in den Abschied vom "Modell Deutschland" : Ein Erklärungsversuch », *Prokla* n° 35, 2005, p. 111-130.
13. S. Dullien, « A German Model for Europe ? », Conseil européen des relations étrangères (ECFR), 1er juillet 2013.
14. M. Fratzscher, *Verteilungskampf : Warum Deutschland immer ungleicher wird,* Munich, Carl Hanser, 2016 ; C. Odendahl, « The Hartz Myth : A Closer Look at Germany's Labour Market Reforms », Center for European Reform, juin 2017.
15. H. Geiling (sous la direction de), *Die Krise der SPD : autoritäre oder partizipatorische Demokratie*, Münster, LIT, 2010.
16. A. Crawford, *Angela Merkel : A Chancellorship Forged in Crisis* , Sussex, Bloomberg Press, 2013 ; M. Qvortrup, *Angela Merkel : Europe's Most Influential Leader* , New York, Overlook Press, 2016.

17. « The Merkel Plan », *The Economist,* 15 juin 2013.
18. Rede von Bundeskanzlerin, « Dr. Angela Merkel beim Weltwirtschaftsforum am », 25 janvier 2006 à Davos, https://www.bundesregierung.de/Content/DE/Bulletin/2001_2007/2006/01/07-1-Merkel.html.
19. C. Egle et R. Zohlnhöfer (sous la direction de), *Die zweite Große Koalition : eine Bilanz der Regierung Merkel 2005-2009*, Wiesbaden, VS Verlag für Sozialwissenschaften, 2010.
20. P. Steinbrück, *Unterm strich*, Hamburg, Hoffmann und Campe, 2010.
21. Ce terme, lancé par Colin Crouch en 2000, est devenu beaucoup plus populaire en Allemagne que dans le monde anglophone. C. Crouch, « Coping with Post-Democracy », *Fabian Ideas* n° 598, 2000 ; C. Crouch *Post-Democracy*, Cambridge, Polity, 2004 ; et « Postdemokratie ? », *Aus Politik und Zeitgeschichte,* 1er février 2011.
22. S. Lessenich, « Die Kosten der Einheit », Bundeszentrale für politische Bildung, 30 mars 2010.
23. « Steinbrück setzt auf schwarze Null », *Der Tagesspiegel*, 4 juillet 2007.
24. W. Wolfrum, *Rot-Grün an der Macht : Deutschland 1998-2005*, Munich, C. H. Beck, 2013.
25. Citons un portrait éclairé mais peu critique : N. Irwin, *The Alchemists : Three Central Bankers and a World on Fire*, New York, Penguin, 2013.
26. C. Ban, *Ruling Ideas : How Global Neoliberalism Goes Local* , Oxford, Oxford University Press, 2016.
27. D. Gabor et C. Ban, « Banking on Bonds : The New Links Between States and Markets », *Journal of Common Market Studies* n° 54, 2015, p. 617-635.
28. S. Cheun, I. von Köppen-Mertes et B. Weller, « The Collateral Frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the Financial Market Turmoil », publication occasionnelle n° 107, Banque centrale européenne, 2009 ; et D. Gabor, « The Power of Collateral : The ECB and Bank Funding Strategies in Crisis », 18 mai 2012, consultable sur https://ssrn.com/abstract=2062315 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2062315.
29. W. Buiter et A. Sibert, « How the Eurosystem's Treatment of Collateral in Its Open Market Operations Weakens Fiscal Discipline in the Eurozone (and What to Do About It) », document de travail n° 5387 du CEPR, 2005 ; et le débat dans W. Schelkle, *Political Economy of Monetary Solidarity*, p. 145-148.
30. Citons deux exemples : B. Bernanke, *Mémoires de crise* ; et M. Lewis sur la Grèce, la zone euro et la garantie allemande implicite, « How the Financial Crisis Created a "New Third World" », *NPR Fresh Air,* 30 septembre 2011, http://www.npr.org/templates/transcript/transcript.php?storyId=140948138.
31. S. Storm et C. W. Naastepad, « Myths, Mix-ups and Mishandlings : What Caused the Eurozone Crisis ? », sommet annuel de l'Institute for New Economic Thinking, 11 avril 2015, tableau 2.
32. P. Lourtie, « Understanding Portugal in the Context of the Euro Crisis », dans *Resolving the European Debt Crisis,* sous la direction de W. R. Cline et G. Wolff, Washington, DC, Peterson Institute for International Economics, 2012.

33. C. Wyplosz et S. Sgherri, « The IMF's Role in Greece in the Context of the 2010 Stand-By Arrangement », Bureau indépendant d'évaluation du FMI, BP/16-02/11, 2016.
34. S. Kalyvas, *Modern Greece : What Everyone Needs to Know*, Oxford, Oxford University Press, 2015 ; M. Husson, « The Greek Public Debt Before the Crisis », mars 2015, http://hussonet.free.fr/graudite.pdf.
35. M. Sandbu, *Europe's Orphan,* p. 24.
36. P. R. Lane, « Capital Flows in the Euro Area », *Economic Papers* n° 497, avril 2013.
37. G. Gorton et A. Metrick, « Securitization », 2011, dans *Handbook of the Economics of Finance*, sous la direction de G. Constantinides, M. Harris et R. Stulz, North Holland, Elsevier, 2012 ; et T. Santos, « Antes del Diluvio : The Spanish Banking System in the First Decade of the Euro » dans *After the Flood : How the Great Recession Changed Economic Thought*, sous la direction de E. L. Glaeser, T. Santos et G. Weyl, Chicago, University of Chicago Press, 2017.
38. W. Schelkle, *Political Economy of Monetary Solidarity*, p. 180-185.
39. S. Storm et C. W. M. Naastepad, « Myths, Mix-ups and Mishandlings ».
40. P. R. Lane, « The Funding of the Irish Domestic Banking System During the Boom », *Journal of the Statistical and Social Inquiry Society of Ireland* n° 44, 2014, p. 40-71
41. S. Royo, « How Did the Spanish Financial System Survive the First Stage of the Global Crisis ? », *Governance* n° 26, octobre 2013, p. 631-656 ; T. Santos, « Antes del Diluvio ».
42. A. Cárdenas, « The Spanish Savings Bank Crisis : History, Causes and Responses », document de travail n° 13-003, Universitat Oberta de Catalunya, 2013 ; et T. Santos, « Antes del Diluvio ».
43. T. Santos, « El Diluvio : The Spanish Banking Crisis, 2008-2012 », manuscrit, Columbia Business School, Columbia University, 2017.
44. T. Santos, « Antes del Diluvio ».
45. I. Jack, « Ireland : The Rise and the Crash », *New York Review of Books,* 11 novembre 2010, critique de F. O'Toole, *Ship of Fools : How Stupidity and Corruption Sank the Celtic Tiger*, Londres, Faber and Faber, 2009.
46. P. De Grauwe, « How to Embed the Eurozone in a Political Union », *Vox,* 17 juin 2010. Pour un examen dévastateur des angles morts des théories traditionnelles de la zone monétaire optimale et leur insistance sur l'intégration budgétaire, voir W. Schelkle, *Political Economy of Monetary Solidarity*, p. 174-179. Pour une analyse des débats sur la stabilisation financière après le traité de Maastricht en 1992, voir M. Obstfeld, « Finance at Center Stage : Some Lessons of the Euro Crisis », Direction générale des affaires économiques et financières (DG ECFIN), n° 493, Commission européenne, 2013.
47. Pour une synthèse terriblement insipide des mesures de précaution prises par l'UE, voir BCE, « The EU Arrangements for Financial Crisis Management », *ECB Monthly Bulletin*, février 2007. L'un des premiers à souligner l'ampleur du problème potentiel dès le début de la crise est N. Véron, « Is Europe Ready for a Major Banking Crisis ? », *Bruegel Policy Brief*, 9 août 2007.
48. D. K. Tarullo, « Regulating Large Foreign Banking Organizations », discours prononcé lors d'une conférence organisée à la Harvard Law School et intitulée

« Symposium on Building the Financial System of the Twenty-first Century : An Agenda for Europe and the United States », 27 mars 2014.

49. A. Milward, *European Rescue of the Nation State*, Londres, Routledge, 1992.
50. L. Summers, « Summers Speaks », *Magazine of International Economic Policy*, automne 2007, http://www.international-economy.com/TIE_F07_Summers.pdf.
51. G. Majone, *Europe as the Would-Be World Power*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009.
52. M. Bernard, *Valéry Giscard d'Estaing : les ambitions déçues*, Paris, Armand-Colin, 2014.
53. M. O'Neill, *The Struggle for the European Constitution : A Past and Future History*, Basingstoke, Routledge, 2009.
54. M. K. Davis Cross, *The Politics of Crisis in Europe*, Cambridge, Cambridge University Press, 2017.
55. S. Kornelius, *Angela Merkel : The Chancellor and Her World*, Londres, Alma Books, 2014.
56. Pour un excellent débat, voir H. Kundnani, *The Paradox of German Power*, Oxford, Oxford University Press, 2015.
57. S. Fabbrini, *Which European Union ? Europe After the Euro Crisis*, Cambridge, Cambridge University Press, 2015.
58. R. Kagan, « Americans Are from Mars, Europeans Are from Venus », *Sunday Times,* 2 février 2003, a donné naissance au livre suivant : R. Kagan, *Paradise and Power : America and Europe in the New World Order*, Londres, Vintage, 2003.
59. J. Habermas et J. Derrida, « February 15, or What Binds Europeans Together ».
60. Je suis parfaitement d'accord avec le diagnostic de P. Anderson, *The New Old World*, Londres, Verso, 2009 ; et P. Baldwin, *The Narcissism of Minor Differences : How America and Europe Are Alike*, Oxford, Oxford University Press, 2009.
61. J. Herf, *War by Other Means : Soviet Power, West German Resistance, and the Battle of the Euromissiles*, New York, Free Press, 1991 ; et L. Nuti, F. Bozo, M. Rey et B. Rother (sous la direction de), *The Euromissile Crisis and the End of the Cold War*, Washington, DC, Woodrow Wilson Center Press, 2015.

CHAPITRE 5 – UN MONDE MULTIPOLAIRE

1. M. E. Sarotte, *1989 : The Struggle to Create Post-Cold War Europe*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press, 2010.
2. G. Soros, « Not Without US Aid », *Wall Street Journal*, 7 décembre 1989.
3. M. G. Gilman, *No Precedent, No Plan : Inside Russia's 1998 Default*, Boston, MIT Press, 2010.
4. P. Blustein, *The Chastening : Inside the Crisis That Rocked the Global Financial System and Humbled the IMF*, New York, PublicAffairs, 2003, p. 235-277.
5. J. Johnson, « Forbidden Fruit : Russia's Uneasy Relationship with the US Dollar », *Review of International Political Economy* n° 15, 2008, p. 379-398.
6. P. Ther, *Europe Since 1989 : A History*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press, 2016.
7. J. M. Goldgeier, *Not Whether but When : The US Decision to Enlarge NATO*, Washington, DC, Brookings, 1999.
8. S. F. Szabo, *Parting Ways : The Crisis in German-American Relations* , Washington, DC, Brookings, 2004.
9. « Outrage at "Old Europe" Remarks », *BBC News*, 23 janvier 2003.
10. R. Prodi, « Europe and Peace », discours prononcé à l'université d'Ulster, 1er avril 2004.
11. J. Becker, « Europe's Other Periphery », *New Left Review* n° 99, mai/juin 2016.
12. R. Martin, *Constructing Capitalisms : Transforming Business Systems in Central and Eastern Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2013.
13. J. Hardy, *Poland's New Capitalism*, Londres, Pluto Press, 2009.
14. M. Ferry et I. McMaster, « Cohesion Policy and the Evolution of Regional Policy in Central and Eastern Europe », *Europe-Asia Studies* n° 65, 2013, p. 1502-1528.
15. K. Wolczuk, « Integration Without Europeanisation : Ukraine and Its Policy Towards the European Union », document de travail n° 15 de l'EUI, Robert Schuman Centre of Advanced Studies, 2004.
16. A. Polese, « Ukraine 2004 : Informal Networks, Transformation of Social Capital and Coloured Revolutions », *Journal of Communist Studies and Transition Politics* n° 25, 2009, p. 255-277.
17. « Doing Business 2006 », Banque mondiale, 13 septembre 2005, http://www.doingbusiness.org/reports/global-reports/doing-business-2006.
18. « Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks », FMI, 30 juin 2004.
19. Pour une excellente analyse du cas roumain, voir D. Gabor, *Central Banking and Financialization : A Romanian Account of How Eastern Europe Became Subprime* , Basingstoke, Routledge, 2010.
20. J. Johnson, *Priests of Prosperity : How Central Bankers Transformed the Postcommunist World*, Ithaca (New York), Cornell University Press, 2016.
21. P. Blustein, *Off Balance,* p. 1-12.

22. « *Simulating Financial Instability* », conférence sur les tests de résistance et sur les exercices de simulation de crise, Banque centrale européenne, 12 et 13 juillet 2007, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/simulatingfinancialinstability200809f6427026bcf400e849ff88415b1386ba.
23. P. Blustein, *Off Balance,* p. 67-92.
24. « Minister Rinkēvičs : The Foreign Ministry Building Is a Touchstone for the Nation's History », ministère des Affaires étrangères de la république de Lettonie, 15 novembre 2013.
25. T. Rostoks, « Latvia's Foreign Policy – Living Through Hard Times », *Diplomaatia* (blog), avril 2010, https://www.diplomaatia.ee/en/article/latvias-foreign-policy-living-through-hard-times/.
26. R. Sakwa, *The Crisis of Russian Democracy : The Dual State, Factionalism and the Medvedev Succession*, Cambridge, Cambridge University Press, 2010 ; et R. Sakwa, *Putin and the Oligarchs : The Khodorkovsky-Yukos Affair* , Londres, I. B. Tauris, 2014.
27. P. Hanson, « The Economic Development of Russia : Between State Control and Liberalization », document de travail n° 32 de l'ISPI, octobre 2008.
28. J. Johnson, « Forbidden Fruit ».
29. F. Hill et C. G. Gaddy, *Mr. Putin : Operative in the Kremlin*, Washington, DC, Brookings, 2013, chapitre V.
30. P. Anderson, « Incommensurate Russia », *New Left Review* n° 94, juillet-août 2015.
31. Banque mondiale en Russie, *Russia Economic Report* n° 17, novembre 2008, tableau 1.9.
32. A. E. Stent, *The Limits of Partnership*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press, 2014 ; et F. Hill et C. G. Gaddy, *Mr. Putin.*
33. P. Gallis, *NATO and Energy Security,* rapport du Service de recherche du Congrès, 15 août 2007.
34. « Kudrin Has Reservations on Dollar », *Moscow Times,* 24 avril 2006.
35. J. Johnson, « Forbidden Fruit ».
36. La traduction anglaise du discours prononcé par Poutine, intitulée « Putin's Prepared Remarks at 43rd Munich Conference on Security Policy », est reprise par le *Washington Post* et parue le 12 février 2007.
37. « At $US250 a Barrel, We're Headed for Meltdown », *Sydney Morning Herald,* 21 juin 2008.
38. A. E. Kramer, « As Gazprom Goes, So Goes Russia », *New York Times,* 11 mai 2008.
39. « Putin's Prepared Remarks », *Washington Post.*
40. D. Trénine, « Russia Leaves the West », *Foreign Affairs* n° 85, juillet-août 2006, p. 87.
41. « Gates Dismisses Putin Remarks as Blunt Spy Talk », Reuters, 12 février 2007.
42. « Migration in Europe : Case Studies : Bulgaria and Romania », colloque du CRCE, 2010.

43. « Country report : Lugoj, Romania », Ungersteel, http://www.ungersteel.com/unger/download/ungerSteelGroup_Lugoj-property_Exposee.pdf.
44. *Europe Real Estate Yearbook*, La Haye, Europe Real Estate Publishers, 2008, p. 362.
45. « ING Real Estate Buys in Germany and Romania », *PropertyEU*, 9 octobre 2007.
46. G. Toal, *Near Abroad : Putin, the West and the Contest Over Ukraine and the Caucasus*, Oxford, Oxford University Press, 2017.
47. « The President's News Conference with President Viktor Yushchenko of Ukraine in Kiev, Ukraine », *The American Presidency Project*, 1er avril 2008, http://www.presidency.ucsb.edu/ws/?pid=76910.
48. S. Erlanger et S. L. Myers, « NATO Allies Oppose Bush on Georgia and Ukraine », *New York Times,* 3 avril 2008.
49. *Ibid.*
50. C. Rice, *No Higher Honor : A Memoir of My Years in Washington* , New York, Broadway Books, 2011, p. 422.
51. J. Mearsheimer, « How the West Caused the Ukraine Crisis », *Foreign Affairs*, août 2014.
52. R. Youngs, *Europe's Eastern Crisis*, Cambridge, Cambridge University Press, 2017, p. 50-64.
53. R. Peston, « Russia "Planned Wall Street Bear Raid" », *BBC News*, 17 mars 2014.
54. T. Vorobyova, « Russia Will Not Dump Fannie, Freddie Debt : FinMin », *Reuters*, 20 août 2008.
55. R. Peston, « Russia "Planned Wall Street Bear Raid. »
56. À propos de ces événements, voir *Independent International Fact-Finding Mission on the Conflict in Georgia Report*, Max Planck Institute, septembre 2009.
57. Varvara, « President Medvedev : Events in South Ossieta Show That Russia Is a Force to Be Reckoned With », *Voices from Russia*, 6 septembre 2008, https://02varvara.wordpress.com/2008/09/06/president-medvedev-events-in-south-ossetia-show-that-russia-is-a-force-to-be-reckoned-with/.
58. « Georgian War Exposes Rift with Russians », *Deutsche Welle*, 15 août 2008.
59. A. Rahr, *Putin nach Putin*, Munich, Universitas-Verlag, 2008, p. 269.
60. Conférence de presse du président français Nicolas Sarkozy aux Nations unies, 23 septembre 2008, http://discours.vie-publique.fr/notices/087002941.html.

CHAPITRE 6 – « LA PIRE CRISE FINANCIÈRE DE L'HISTOIRE MONDIALE »

1. Le mécanisme est brillamment décrit pour le cas des États-Unis par A. Mian et A. Sufi, *House of Debt : How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from Happening Again*, Chicago, University of Chicago Press, 2014.
2. Pour un récit des principales faillites bancaires, voir A. Milne, *Fall of the House of Credit,* p. 195-256.
3. DealBook, « UBS's Hedge Fund : A Post-Mortem », *New York Times*, 4 juin 2007.
4. T. Buck, « National Reputation Hangs on IKB Rescue », *Financial Times,* 2 août 2007.
5. M. Roche, *Histoire secrète*.
6. « BNP Paribas Suspends Funds Because of Subprime Problems », *New York Times,* 9 août 2007. En français, le communiqué de presse de BNP Paribas est consultable sur https://group.bnpparibas/communique-de-presse/bnp-paribas-investment-partners-suspend-temporairement-calcul-liquidative-fonds-parvest-dynamic-abs-bnp-paribas-abs-euribor-bnp-paribas-abs-eonia.
7. W. Munchau, *The Meltdown Years,* p. 102.
8. N. Irwin, *The Alchemists,* p. 2.
9. L. Elliott, « Credit Crisis – How It All Began », *The Guardian,* 4 août 2008.
10. H. S. Scott, *Connectedness and Contagion : Protecting the Financial System from Panics*, Cambridge (Massachusetts), MIT Press, 2016.
11. H. S. Shin, « Reflections on Northern Rock : The Bank Run That Heralded the Global Financial Crisis », *Jounal of Economic Perspectives* n° 23, 2009, p. 101-119.
12. « Lessons of the Fall », *The Economist,* 18 octobre 2007.
13. Commission d'enquête des États-Unis sur la crise financière, *The Financial Crisis Inquiry Report*, New York, PublicAffairs, 2011, p. 283.
14. L'importance des paniques dans les mises en pension tripartites, les mises en pension bipartites et sur les marchés d'ABCP est abordée par G. Gorton et A. Metrick, « Securitized Banking and the Run on Repo », *Journal of Financial Economics,* vol. CIV, n° 3, 2012, p. 425-451 ; G. B. Gorton, *Misunderstanding Financial Crises : Why We Don't See Them Coming*, Oxford, Oxford University Press, 2012, p. 39-40 ; A. Krishnamurthy, S. Nagel et D. Orlov, « Sizing Up Repo », *Journal of Finance,* vol. LXIX, n° 6, décembre 2014, p. 2381-2417.
15. G. B. Gorton et A. Metrick, « Who Ran on Repo ? », document de travail n° 18455 du NBER, 2012 ; T. Adrian et H. Y. Shin, « The Shadow Banking System : Implications for Financial Regulation », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* n° 382, 1er juillet 2009.
16. G. B. Gorton et A. Metrick, « Securitized Banking and the Run on Repo ».
17. L. Ball, « The Fed and Lehman Brothers : Introduction and Summary », document de travail n° 22410 du NBER, 2016.
18. « Liquidity Management at Lehman Brothers », Lehman Brothers, juillet 2008.

19. A. Copeland, A. Martin et M. Walker, « Repo Runs : Evidence from the Tri-Party Repo Market », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* n° 506, juillet 2011.
20. T. V. Dang, G. Gorton et B. Holmstrom, « Haircuts and Repo Chains », document de travail, 17 octobre 2013.
21. L. Ball, « The Fed and Lehman Brothers », p. 37.
22. L'analyse qui fait autorité sur la débâcle d'AIG est celle du Groupe de surveillance du Congrès, « The AIG Rescue, Its Impact On Markets, and the Government's Exit Strategy », *June Oversight Report*, 10 juin 2010.
23. G. Morgenson et L. Story, « Testy Conflict with Goldman Helped Push A.I.G. to Edge », *New York Times,* 6 février 2010.
24. *Ibid.* ; https://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0701-Goldman-AIG-Collateral-Call-timeline.pdf.
25. P. E. McCabe, « The Cross Section of Money Market Fund Risks and Financial Crises », document de travail n° 2010-51 de la FEDS, 12 septembre 2010.
26. M. T. Kacperczyk et P. Schnabl, « How Safe Are Money Market Funds ? », *Quarterly Journal of Economics* n° 128, 2013, p. 1073-1122.
27. Administrateurs chargés de la liquidation du Primary Fund-In, « Additional Information Regarding Primary Fund-In Liquidation », 23 septembre 2014.
28. G. B. Gorton et A. Metrick, « Securitized Banking and the Run on Repo ».
29. La version officielle de Goldman Sachs s'empresse d'ajouter qu'il s'agit du résultat trompeur de nouvelles règles comptables que la banque s'était imposées. Le lendemain, les liquidités atteignent de nouveau 89 milliards de dollars, mais même ce chiffre est 20 % plus faible que les jours précédents. http://www.goldmansachs.com/media-relations/in-the-news/archive/response-to-fcic-folder/gs-liquidity.pdf.
30. P. Krugman, *End This Depression Now !*, New York, W. W. Norton, 2012, p. 115.
31. V. Ivashina et E. Scharfstein, « Bank Lending During the Financial Crisis of 2008 », *Journal of Financial Economics* n° 97, 2010, p. 319-338.
32. P. McGuire et G. von Peter, « The US Dollar Shortage in Global Banking and the International Policy Response », document de travail n° 291 de la BRI, octobre 2009.
33. Transcription de la réunion du FMOC, 16 septembre 2008.
34. A. R. Sorkin, *Too Big to Fail : The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System – and Themselves*, New York, Penguin, 2010, p. 1-2.
35. https://www.juliusbaer.com/files/user_upload/your-private-bank/investment-excellence/research/european-wealth-report/documents/Wealth_Report_Europe.pdf.
36. Analyse économique et financière d'ING, « Household Wealth in Europe : Post-Crisis Recovery Leaves Big Differences Between Countries and Households », 18 janvier 2016.
37. R. Lydon et T. McIndoe-Calder, « The Great Irish (De)Leveraging 2005-14 », Division de l'analyse économique de la banque centrale d'Irlande, mars 2017.
38. P. K. Brooks, « IMF Survey : Households Hit Hard by Wealth Losses »,

Perspectives de l'économie mondiale, département de la recherche du FMI, 24 juin 2009.

39. Ministère américain des Finances, « The Financial Crisis Response : In Charts », avril 2012.
40. « The Cost of the Crisis : $20 Trillion and Counting », *Better Markets*, juillet 2015.
41. A. Bangalore, « US Housing Market : Share of Underwater Homes Trending Down », *Market Oracle*, 13 juillet 2012, http://www.marketoracle.co.uk/Article35579.html.
42. E. Wolff, « The Asset Price Meltdown and the Wealth of the Middle Class », *US2010 : Discover America in a New Century*, mai 2013.
43. State of Working America, « African Americans », Economic Policy Institute, non daté, http://www.stateofworkingamerica.org/fact-sheets/african-americans.
44. D. G. Bocian, W. Li et K. Ernst, « Foreclosures by Race and Ethnicity : The Demographics of a Crisis », Center for Responsible Lending Research, 18 juin 2010.
45. M. Hall, K. Crowder et A. Spring, « Neighborhood Foreclosures, Racial/Ethnic Transitions, and Residential Segregation », *American Sociological Review* vol. XXC, n° 3, 2015, p. 526-549.
46. A. Mian et A. Sufi, *House of Debt*, p. 38.
47. P. K. Brooks, « IMF Survey ».
48. « The Bankruptcy of General Motors : A Giant Falls », *The Economist,* 4 juin 2009.
49. K. Hill, D. Menk, J. Cregger et M. Schultz, *Contribution of the Automotive Industry to the Economies of All Fifty States and the United States* , Ann Arbor (Michigan), Center for Automotive Research, 2015.
50. « The Crisis in the Car Industry : No Opel, No Hope », *The Economist,* 5 mars 2009.
51. B. Deilus, « Economic Performance of Mexico and South Korea After 2008 Crisis », 2015, http://www.boeckler.de/pdf/v_2015_10_23_desilus.pdf ; M.A. Villarreal, *The Mexican Economy After the Global Financial Crisis,* Service de recherches du Congrès, 16 septembre 2010.
52. J. Sidaoui, M. Ramos-Francia et G. Cuadra, « The Global Financial Crisis and Policy Response in Mexico », rapport n° 54 de la BRI, 2010.
53. « 75 Years of Toyota », http://www.toyota-global.com/company/history_of_toyota/75years/index.html.
54. M. Fackler, « Toyota Expects Its First Loss in 70 Years », *New York Times,* 22 décembre 2008.
55. M. Sommer, « Why Has Japan Been Hit So Hard by the Global Recession ? », note de synthèse du FMI, 18 mars 2009.
56. K. Otsuka, « Resurgent Hitachi Goes Global After Painful Reforms », *Japan Times,* 28 mai 2015.
57. « Japan's Electronics Giants : Unplugged », *The Economist,* 5 février 2009.
58. R. Baldwin (sous la direction de), *The Great Trade Collapse : Causes, Consequences and Prospects*, VoxEU, 2009, p. 58, http://voxeu.org/content/great-trade-collapse-causes-consequences-and-prospects.
59. K. Hopkins, « German Economy Suffered Worst Postwar Slump in 2009 », *The*

Guardian, 13 janvier 2010.

60. H. Comert et S. Colak, « The Impacts of the Global Crisis on the Turkish Economy and Policy Responses », Economic Research Center, décembre 2014.
61. M. Yalçin, « Evaluation of the 2008 Global Financial Crisis' Effects on Turkish Economy : Is It Tangential ? », 15 mai 2012, https://www.academia.edu/1564330/Effect_of_2008_Global_Financial_Crisis_
62. R. Baldwin, *Great Trade Collapse*.
63. H. Hakimian et N. Dhillon, « Global Economic Crisis : A Catalyst for Change in Saudi Arabia ? », Brookings Institute, 25 février 2009.
64. R. Wigglesworth, « Gulf Bank Chief Quits as Kuwait Crisis Deepens », *Financial Times,* 28 octobre 2008.
65. A. Hanieh, *Capitalism and Class in the Gulf Arab States*, New York, Palgrave Macmillan, 2011.
66. P. Lewis, « Dubai's Six-Year Building Book Grinds to Halt as Financial Crisis Takes Hold », *The Guardian,* 13 février 2009.
67. Bureau international du travail, « Tendances mondiales de l'emploi 2011 : le défi d'une reprise de l'emploi ».
68. T. Clark, *Hard Times,* p. 41-67.
69. Bureau international du travail, « Tendances mondiales de l'emploi 2011 ».
70. M. Holder, « Unemployment in New York City During the Recession and Early Recovery : Young Black Men Hit the Hardest », Community Service Society, décembre 2010.
71. F. Cai et K. W. Chan, « The Global Economic Crisis and Unemployment in China », *Eurasian Geography and Economics* vol. L, n° 5, 2009, p. 513-531. Pour une estimation concurrente du taux de chômage mondial, voir Bureau international du travail, « Tendances mondiales de l'emploi 2011 », Genève, BIT, 2011.
72. P. Krugman, « The Great Recession Versus the Great Depression », *New York Times,* 20 mars 2009.
73. B. Eichengreen et K. O'Rourke, « Tale of Two Depressions : What Do the New Data Tell Us ? », CEPR, 8 mars 2010.
74. A. R. Sorkin, *Too Big to Fail,* p. 417.
75. M. Taibbi, « Secrets and Lies of the Bailout », *Rolling Stone,* 4 janvier 2013.
76. A. Sorkin, D. Henriques, E. Andrews et J. Nocera, « As Credit Crisis Spiraled, Alarm Led to Action », *New York Times,* 1er octobre 2008.
77. C. Borio, « Capital Flows and the Current Account : Taking Financing (More) Seriously », document de travail n° 525 de la BRI, 2015.
78. B. Bernanke, *Mémoires de crise,* chapitre XVIII.
79. M. Egan, « 2008 : Worse Than the Great Depression ? », *CNN Money,* 27 août 2014.
80. B. Bernanke, *Mémoires de crise,* chapitres XVIII et XXIII.
81. *Ibid.*, chapitre XXIII.
82. T. Geithner, *Stress Test,* p. 200.

83. Les belles paroles sur la « titrisation » vue comme des stratégies publiques ont fait l'objet d'une excellente analyse par l'école de Copenhague sur la sécurité, dirigée par B. Barzun et O. Waeve. Parmi les analyses critiques, citons H. Stritzel, « Towards a Theory of Securitization : Copenhagen and Beyond », *European Journal of International Relations* vol. XIII, n° 3, 2007, p. 357-383 et M. McDonald, « Securitization and the Construction of Security » *European Journal of International Relations* vol. XIV, n° 4, 2008, p. 563-587.
84. A. R. Sorkin, *Too Big to Fail,* p. 417.
85. J. Gerth, « Paulson Book : Behind the Scenes, GE's Top Exec Confided Credit Woes », *ProPublica*, 5 février 2010 ; B. Condon et N. Vardi, « Harvard : The Inside Story of Its Finance Meltdown », *Forbes,* 26 février 2009.
86. La question est décrite le plus énergiquement par A. Mian et A. Sufi, *House of Debt.*

CHAPITRE 7 – LES SAUVETAGES

1. M. Wolf, « The Rescue of Bear Sterns Marks Liberalisation's Limit », *Financial Times,* 25 mars 2008.
2. Voir les comparaisons contrastées de P. Culpepper et R. Raphael, « Structural Power and Bank Bailouts in the United Kingdom and the United States », *Politics and Society* n° 42, 2014, p. 427-454 ; C. Woll, *The Power of Inaction : Bank Bailouts in Comparison*, Ithaca (New York), Cornell University Press, 2014 ; et le symposium sur la puissance financière dans *Accounting, Economics and Law* vol. VI, n° 1, 2016.
3. Banque nationale suisse, *Rapport sur la stabilité financière*, 2009 ; et M. Zaki, *UBS,* p. 184-190.
4. T. Geithner, « Reflections on the Asian Financial Crises », conférence sur les tendances du secteur financier en Asie, Banque fédérale de réserve de San Francisco, 20 juin 2007.
5. J. Schildbach, « Bank Performance in the US and Europe : An Ocean Apart », Deutsche Bank, 26 septembre 2013.
6. Ministère américain des Finances, « The Financial Crisis Response : In Charts », avril 2012.
7. À propos des mérites et démérites de l'adhocratie, voir P. A. Wallach, *To the Edge : Legality, Legitimacy, and the Responses to the 2008 Financial Crisis*, Washington, DC, Brookings, 2015.
8. B. Bernanke, *Mémoires de crise*.
9. F. Norris, « 3 Major Banks Offer Plan to Calm Debts in Housing », *New York Times,* 16 octobre 2007.
10. D. Berman, « A Bailout for Citigroup ? », *Deal Journal* (blog), *Wall Street Journal,* 14 octobre 2007.
11. A. Barr, « HSBC's Bailout Puts Pressure on Citi, "Superfund" », *MarketWatch,* 26 novembre 2007 ; D. Wilchin, « HSBC Is Not Interested in SIV Bailout Fund », *Reuters*, 26 novembre 2007 ; et S. Jones, « SIV Watch : Superfund Not So Super », *Financial Times,* 6 décembre 2007.
12. I. Fallon, *Black Horse Ride : The Inside Story of Lloyds and the Banking Crisis*, Londres, Robson Press, 2015.
13. A. Nolting, « German Banking Gets Boost from Mega-Merger », *Der Spiegel,* 1er septembre 2008.
14. K. Kelly, *Street Fighters : The Last 72 Hours of Bear Stearns, the Toughest Firm on Wall Street*, New York, Portfolio, 2009. Pour un récit vu de l'intérieur du ministère dirigé par Hank Paulson, voir P. Swagel, « The Financial Crisis : An Inside View », *Brookings Papers on Economic Activity*, printemps 2009, p. 1-63.
15. À propos de l'invocation de l'article 13 (3), voir Wallach, *To the Edge*, p. 46-49.
16. P. Coy, « Volcker Shuns the Blame Game », *Bloomberg Businessweek,* 10 avril 2008, https://www.bloomberg.com/news/articles/2008-04-10/volcker-shuns-the-blame-gamebusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice.
17. W. Poole, « Moral Hazard : The Long-Lasting Legacy of Bailouts », *Financial*

Analysts Journal vol. LXV, n° 6, 2009, p. 17-23 ; J. H. Cochrane, « Lessons from the Financial Crisis », Hoover Institution, 11 janvier 2010 ; V. Reinhart, « A Year of Living Dangerously : The Management of the Financial Crisis in 2008 », *Journal of Economic Perspectives* n° 25, 2011, p. 71-90.

18. W. S. Frame, « The 2008 Federal Intervention to Stabilize Fannie Mae and Freddie Mac », document de travail n° 2009-13 de la Banque fédérale de réserve d'Atlanta, avril 2009 ; W. S. Frame, A. Fuster, J. Tracy et J. Vickery, « The Rescue of Fannie Mae and Freddie Mac », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* n° 719, mars 2015.
19. B. Setser, « Too Chinese (and Russian) to Fail ? ».
20. T. Ferguson et R. Johnson, « Too Big to Bail : The "Paulson Put," Presidential Politics, and the Global Financial Meltdown : Part 1 : From Shadow Financial System to Shadow Bailout », *International Journal of Political Economy* n° 38, 2009, p. 3-34.
21. P. Swagel, « The Financial Crisis ».
22. H. Paulson, *On the Brink,* p. 151.
23. D. W. Drezner, « Bad Debts : Assessing China's Financial Influence in Great Power Politic », *International Security* n° 34, 2009, p. 34.
24. R. Peston, « Russia "Planned Wall Street Bear Raid" ».
25. H. Paulson, *On the Brink,* p. 152.
26. *Ibid*., p. 153.
27. C. Hulse, « Behind a G.O.P. Revolt, Ideology and Politics », *New York Times,* 26 juillet 2008.
28. G. Farrell, *Crash of the Titans : Greed, Hubris, the Fall of Merrill Lynch, and the Near-Collapse of Bank of America*, New York, Crown Business, 2010.
29. A. R. Sorkin, *Too Big to Fail,* p. 348.
30. L. Ball, « The Fed and Lehman Brothers ».
31. T. Geithner, *Stress Test*, p. 190. La meilleure défense de la position de Paulson, Geithner et Bernanke sur le plan universitaire est l'analyse de W. Cline et J. Gagnon. « Lehman Died, Bagehot Lives : Why Did the Fed and Treasury Let a Major Wall Street Bank Fail ? », document n° PB13-21, Peterson Institute for International Economics, 2013.
32. B. Bernanke, *Mémoires de crise*.
33. Rédaction du *Wall Street Journal* , « Barney Frank Celebrates Free Market Day », *Wall Street Journal,* 17 septembre 2008.
34. P. Swagel, « Financial Crisis », p. 41.
35. Éditorial, « Wall Street Casualties », *New York Times,* 15 septembre 2008.
36. Éditorial, « Wall Street Reckoning », *Wall Street Journal,* 15 septembre 2008.
37. T. Geithner, *Stress Test,* p. 190.
38. T. Ferguson et R. Johnson, « Too Big to Bail », p. 5-45 ; et L. Ball, « The Fed and Lehman Brothers ».
39. A. Darling, *Back from the Brink : 1000 Days at Number 11*, Londres, Atlantic Books, 2011, p. 121-122.

40. Sur ce point et la suite, voir Groupe de surveillance du Congrès, « The AIG Rescue, Its Impact on the Markets and the Government's Exit Strategy ».
41. P. Swagel, « The Financial Crisis », p. 1-63.
42. R. Sidel, D. Enrich et D. Fitzpatrick, « WaMu Is Seized, Sold Off to J.P. Morgan, in Largest Failure in US Banking History », *Wall Street Journal,* 26 septembre 2008.
43. « Text of Draft Proposal for Bailout Plan », *New York Times,* 20 septembre 2008.
44. Concernant la note de service, voir N. Kashkari et P. Swagel, « "Break the Glass" Bank Recapitalization Plan », ministère américain des Finances ; et A. R. Sorkin, *Too Big to Fail,* chapitre V, http://www.andrewrosssorkin.com/?p=368.
45. P. Swagel, « The Financial Crisis ».
46. P. Mason, *Meltdown : The End of the Age of Greed*, Londres, Verso, 2009, p. 22.
47. M. Landler et S. L. Myers, « Buyout Plan for Wall Street Is a Hard Sell on Capitol Hill », *New York Times,* 23 septembre 2008.
48. C. Isidore, « Bailout Plan Under Fire », *CNN Money,* 23 septembre 2008.
49. G. Robinson, « Never Underestimate the Power of Populist Scare-Mongering », *Financial Times,* 30 septembre 2008.
50. « Bernanke, Paulson Face Skeptics on the Hill Despite Dire Warnings », *Wall Street Journal,* 24 septembre 2008.
51. Cité dans P. Wallach, *To the Edge*, p. 85.
52. W. Buiter, « The Paulson Plan : A Useful First Step but Nowhere Near Enough », CEPR, 25 septembre 2008, http://voxeu.org/article/paulson-plan-useful-first-step-nowhere-near-enough.
53. P. Mason, *Meltdown,* p. 33.
54. Malgré des perspectives politiques opposées, c'est aussi l'avis de R. Suskind, *Confidence Men : Wall Street, Washington, and the Education of a President* , New York, HarperPerennial, 2011 ; C. Gasparino, *Bought and Paid For : The Unholy Alliance Between Barack Obama and Wall Street* , New York, Portfolio, 2010 ; R. Kuttner, *A Presidency in Peril*, White River Junction (Vermont), Chelsea Green Publishing, 2010.
55. C. Hulse, « Conservatives Viewed Bailout Plan as Last Straw », *New York Times,* 26 septembre 2008.
56. H. Paulson, *On the Brink,* p. 288 ; et B. Bernanke, *Mémoires de crise*.
57. M. Langley, « As Economic Crisis Peaked, Tide Turned Against McCain », *Wall Street Journal,* 5 novembre 2008.
58. H. Paulson, « When Mr. McCain Came to Washington », *Wall Street Journal,* 6 février 2010.
59. C. Hulse et D. Herszenhorn, « Defiant House Rejects Huge Bailout ; Next Step Is Uncertain », *New York Times,* 29 septembre 2008.
60. A. Twin, « Stocks Crushed », *CNN Money*, 29 septembre 2008.
61. L. Elliot, J. Treanor, P. Wintour et S. Goldenberg, « Bradford & Bingley : Another Day, Another Bail-out », *The Guardian,* 28 septembre 2008.
62. Y. Melin et P. Billiet, « Le scandale Fortis, une histoire belge », *La Revue,* 16 janvier 2009.
63. C. Schömann-Finc, « Skandalbank HRE : Wie Ackermann Merkel in der

Rettungsnacht über den Tisch zog », *Focus Money,* 16 septembre 2013.

64. F. O'Toole, *Ship of Fools : How Stupidity and Corruption Sank the Celtic Tiger*, Londres, Faber & Faber, 2009.
65. S. Carswell, *Anglo Republic : Inside the Bank That Broke Ireland*, Londres, Penguin, 2011.
66. A. Darling, *Back from the Brink,* p. 143.
67. *Ibid*., p. 144.
68. C. Gammelin et R. Löw, *Europas Strippenzieher,* p. 59.
69. L. Phillips, « France and Germany at Odds Over EU "Paulson Plan" », *EU Observer,* 2 octobre 2008.
70. E. Cody et K. Sullivan, « European Leaders Split on Rescue Strategy », *Washington Post,* 3 octobre 2008.
71. W. Munchau, *Meltdown Years,* p. 136.
72. DPA, « Banken fordern Hilfe von der EU : Deutsche Banker warnen vor einem europäischen "Flickenteppich" », *Zeit Online,* 2 octobre 2008.
73. D. Gow, « Greece's Deposit Guarantee Deepens EU Financial Rift », *The Guardian,* 2 octobre 2008.
74. G. Brown, *Beyond the Crash*, New York, Free Press, 2010, p. 924 de l'édition Kindle.
75. A. Seldon et G. Lodge, *Brown at 10*, Londres, Biteback Publishing, 2011, note de bas de page n° 148, p. 5686-5688 de l'édition Kindle.
76. C. Bastasin, *Saving Europe : Anatomy of a Dream*, Washington, DC, Brookings, 2015, p. 15.
77. C. Gammelin et R. Löw, *Europas Strippenzieher*.
78. Deutscher Bundestag 16. Wahlperiode, Beschlussempfehlung und Bericht des 2. Untersuchungsausschusses nach Artikel 44 des Grundgesetzes Drucksache 16/14000 (Berlin, 2009).
79. D. Goffart, *Steinbrück – Die Biografie*, Munich, Heyne, 2012, p. 191.
80. A. Seldon, *Brown at 10,* p. 5706-5710 de l'édition Kindle.
81. H. Paulson, *On the Brink,* p. 332-333.
82. A. Smith et M. Arnold, « Here Is the Big Reason Banks Are Safer Than a Decade Ago », *Financial Times,* 22 août 2017.
83. R. Perman et A. Darling, *Hubris : How HBOS Wrecked the Best Bank in Britain*, Édimbourg, Birlinn, 2012.
84. A. Seldon, *Brown at 10,* p. 6856-6861 de l'édition Kindle.
85. Financial Services Authority, « The Failure of the Royal Bank of Scotland », *Financial Services Board Report*, décembre 2011. Le montant définitif nécessaire au sauvetage de RBS, soit 115 milliards de livres (138 milliards d'euros), en fait le plus grand sauvetage de l'histoire. W. Schelkle, *The Political Economy of Monetary Solidarity*, p. 171.
86. D. Lin, « Bank Recapitalizations : A Comparative Perspective », *Harvard Journal on Legislation* n° 50, 2013, p. 513-544.
87. C. Binham, « Barclays and Former Executives Charged with Crisis-Era Fraud », *Financial Times,* 20 juin 2017.

88. P. Krugman, « Gordon Does Good », *New York Times,* 12 octobre 2008.
89. D. Wessel, *In Fed We Trust, Ben Bernanke's War on the Great Panic* , New York, Crown, 2009, p. 235.
90. A. Darling, *Back from the Brink*, p. 192 de l'édition Kindle.
91. A. Seldon, *Brown at 10,* p. 5946 de l'édition Kindle.
92. A. Sutton, K. Lannoo et C. Napoli, *Bank State Aid in the Financial Crisis : Fragmentation or Level Playing Field ?*, Bruxelles, Centre for European Policy Studies (CEPS), 2010.
93. G. Brown, *Beyond the Crash : Overcoming the First Crisis of Globalization*, New York, Free Press, 2010, p. 1125-1128 de l'édition Kindle.
94. N. Clark et D. Jolly, « French Bank Says Rogue Trader Lost $7 Billion », *New York Times,* 25 janvier 2008.
95. Synthèse des principales conclusions de C. Woll, *The Power of Inaction.* Voir également E. Grossman et C. Woll, « Saving the banks : The political economy of bailouts », *Comparative Political Studies* vol. XLVII, n° 4, 2014, p. 574-600.
96. À propos des sauvetages bancaires en Allemagne sous un angle politique, voir L. Müller, *Bank-Räuber : Wie kriminelle Manager und unfähige Politiker uns in den Ruin treiben,* Berlin, Econ Verlag, 2010.
97. T. Braithwaite, K. Scannell et M. Mackenzie, « Deutsche Bank Whistleblower Spurns Share of $16.5m SEC Award », *Financial Times*, 18 août 2016.
98. Rédaction de *Der Spiegel*, « Germany's Faltering Bank Bailout Program : The Bottomless Pit – Part II : A Waste of Taxpayers' Money », *Der Spiegel,* 23 décembre 2008.
99. M. Taibbi, « Secrets and Lies of the Bailout ».
100. H. Paulson, *On the Brink,* p. 333.
101. Rédaction de *Reuters*, « Paulson Gave Banks No Choice on Government Stakes : Memos », *Reuters*, 13 mai 2009.
102. D. Wessel, *In Fed We Trust*, p. 240 ; H. Paulson, *On the Brink,* p. 365.
103. R. Kuttner, *Presidency in Peril,* p. 121.
104. C. Gammelin et R. Löw, *Europas Strippenzieher,* p. 57.
105. Pour un hommage non dissimulé à Carl Schmitt, voir E. Posner et A. Vermeule, *The Executive Unbound : After the Madisonian Republic,* Oxford, Oxford University Press, 2011. À propos de Carl Schmitt et de l'urgence économique, voir W. E. Scheuerman, « The Economic State of Emergency », *Cardozo Law Review* n° 21, 1999, p. 1869.
106. À propos de la difficulté de situer la souveraineté même quand un état d'exception est déclaré, voir J. White, « Emergency Europe », *Political Studies* vol. LXIII, n° 2, 2015, p. 300-318.
107. P. Swagel, « The Financial Crisis », p. 1-78.
108. S. M. Davidoff Solomon, « Uncomfortable Embrace : Federal Corporate Ownership in the Midst of the Financial Crisis », *Minnesota Law Review* n° 95, 2011, p. 1733-1778.
109. Même dans le cas du Royaume-Uni, la gestion des nouveaux actifs bancaires appartenant à l'État est confiée à un organisme apolitique appelé UK Financial

Investments Ltd, afin que ces actifs soient distincts du Trésor britannique. Voir P. Burnham, « Depoliticisation : Economic Crisis and Political Management », *Policy & Politics* vol. XLII, n° 2, 2014, p. 189-206.

110. P. Veronesi et L. Zingales, « Paulson's Gift », document de travail n° 15458 du NBER, octobre 2009.

111. D. Lin, « Bank Recapitalizations », p. 513-544.

112. S. Bair, *Bull by the Horns,* p. 142-143 de l'édition Kindle.

113. Inspecteur général spécial du TARP, « Extraordinary Financial Assistance Provided to Citigroup, Inc. », Washington, DC, Bureau de l'Inspecteur général spécial du TARP, 13 janvier 2011.

114. B. Bernanke, « Acquisition of Merrill Lynch by Bank of America », Commission du Congrès sur la supervision et la réforme du gouvernement, 25 juin 2009. En l'occurrence, Bank of America n'a pas activé l'accord de protection contre les pertes. R. Kuttner, *Presidency in Peril*, p. 144-146.

115. D. Dayen, « The Most Important WikiLeaks Revelation Isn't About Hillary Clinton », *New Republic,* 14 octobre 2016 ; J. Podesta, « Fw : Huffpost : The Obama Test : Personnel Is Policy », WikiLeaks, courriels de Podesta, 25 octobre 2008.

116. C. Rampell, « Christina D. Romer », *New York Times,* 25 novembre 2008.

117. Voir l'analyse accablante de M. Taibbi, « Obama's Big Sellout : The President Has Packed His Economic Team with Wall Street Insiders », *Common Dreams,* 13 décembre 2009.

CHAPITRE 8 – LES LIQUIDITÉS MONDIALES

1. G. Tett, « ECB injects €95bn to Help Markets », *Financial Times,* 9 août 2007.
2. N. Irwin, *The Alchemists,* p. 43-73.
3. P. McGuire et G. von Peter. « The US Dollar Shortage ».
4. N. Baba et F. Packer, « From Turmoil to Crisis : Dislocations in the FX Swap Market Before and After the Failure of Lehman Brothers », document de travail n° 285 de la BRI, juillet 2009.
5. Transcription de la réunion du FOMC, 16 septembre 2008.
6. W. A. Allen et R. Moessner, « Central Bank Co-operation and International Liquidity in the Financial Crisis of 2008-9 », document de travail n° 310 de la BRI, mai 2010.
7. M. Obstfeld, J. C. Shambaugh et A. M. Taylor, « Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008 », document de travail n° 14826 du NBER, janvier 2009.
8. R. Marino et U. Volz, « A Critical Review of the IMF's Tools for Crisis Prevention », document de travail du Deutsches Institut für Entwicklungspolitik (DIE), avril 2012.
9. Transcription de la réunion du FOMC, 28-29 octobre 2008.
10. D. Wessel, *In Fed We Trust,* p. 140.
11. J. L. Broz, « The Federal Reserve as Global Lender of Last Resort, 2007-2010 », International Political Economy Society, université de Virginie, 9-10 novembre 2012.
12. T. Adrian et H. S. Shin, « Prices and Quantities in the Monetary Policy Transmission Mechanism », *International Journal of Central Banking* vol. V, n° 4, 2009, p. 131-142.
13. L. Randall Wray, « Bernanke's Obfuscation Continues : The Fed's $29 Trillion Bail-Out Of Wall Street », *Huffington Post,* 14 décembre 2011.
14. Citons l'analyse utile de J. Felkerson, « $29,000,000,000,000 : A Detailed Look at the Fed's Bailout by Funding Facility and Recipient », Levy Economics Institute, document de travail n° 698, décembre 2011.
15. A. Berger, L.K. Black, C. H. Bouwman et J. Dlugosz, « Bank Loan Supply Responses to Federal Reserve Emergency Liquidity Facilities », *Journal of Financial Intermediation* n° 32, octobre 2017, p. 1-15.
16. E. Benmelech, « An Empirical Analysis of the Fed's Term Auction Facility », *CATO Papers on Public Policy*, document de travail n° 18304 du NBER, 2012, p. 57-91.
17. T. Adrian, C. R. Burke et J. J. McAndrews, « The Federal Reserve's Primary Dealer Credit Facility », *Current Issues in Economics and Finance* vol. XV, n° 4, 2009, p. 1.
18. M. D. Bordo, O. F. Humpage et A. J. Schwartz, « The Evolution of the Federal Reserve Swap Lines Since 1962 », *IMF Economic Review* vol. LXIII, n° 2, 2015,

p. 353-372. À propos du rôle croissant des États-Unis comme prêteur de dernier recours à partir des années 1960, voir D. McDowell, *Brother Can You Spare a Billion ? The United States, the IMF, and the International Lender of Last Resort*, Oxford, Oxford University Press, 2016.

19. Transcription de la réunion du FOMC, 28-29 octobre 2008, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20081029meeting
20. Le premier commentateur extérieur à comprendre leur importance est sans doute P. Mehrling, « Understanding the Fed's Swap Line », *Financial Times*, 18 novembre 2008, http://blogs.ft.com/economistsforum/2008/11/254/. Il est suivi par M. Obstfeld, J. C. Shambaugh et A. M. Taylor, « Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008 », *American Economic Review* n° 99, 2009, p. 480-486 ; D. McDowell, « The US as "Sovereign International Last-Resort Lender" : The Fed's Currency Swap Programme During the Great Panic of 2007-09 », *New Political Economy* vol. XVII, n° 2, 2012, p. 157-178 ; J. L. Broz, « The Politics of Rescuing the World's Financial System : The Federal Reserve as a Global Lender of Last Resort » (20 novembre 2014), *Korean Journal of International Studies* n° 13, août 2015, p. 323-351.
21. Pour un exemple récent, voir « US Dollar-British pounds swap agreement », 16 janvier 2014, https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/markets/USD_Pound_swap_
22. D. Wessel, *In Fed We Trust,* p. 141.
23. Téléconférence, FOMC, 7 octobre 2009, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20081007confcall.
24. Téléconférence, FOMC, 6 décembre 2007, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20071206confcall.
25. E. Helleiner, *Status Quo Crisis,* p. 36.
26. Trancription de la réunion du FOMC, 28-29 octobre 2008.
27. Les quatorze banques centrales sont les suivantes : BCE, Banque nationale suisse, Banque du Japon, Banque d'Angleterre, Banque du Canada, Banque de réserve d'Australie, Banque de Suède, Banque de Norvège, Banque nationale du Danemark, Banque de réserve de Nouvelle-Zélande, Banque centrale du Brésil, Banque du Mexique, Banque de Corée et Autorité monétaire de Singapour. Voir M. J. Fleming et N. J. Klagge, « The Federal Reserve's Foreign Exchange Swap Lines », *Current Issues in Economics and Finance* vol. XVI, n° 4, 2010, p. 1.
28. N. Irwin, *The Alchemists,* p. 169.
29. « No One Telling Who Took $586 Billion in Swaps with Fed Condoning Anonymity », *Bloomberg*, 11 décembre 2011 ; « Alan Grayson & Ben Bernanke », *CSPAN*, 21 juillet 2009, https://www.youtube.com/watch?v=n0NYBTkE1yQ.
30. Transcription de la réunion du FOMC, 28-29 octobre 2008.
31. N. Irwin, *The Alchemists,* p. 154.
32. K. Karlson, « Checks and Balances : Using the Freedom of Information Act to Evaluate the Federal Reserve Banks », *American University Law Review* n° 60, 2010, p. 213.
33. J. Anderlini, « China Calls for a New Reserve Currency », *Financial Times,* 23 mars 2009 ; Nations unies, « Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the

International Monetary and Financial System », New York, 2009.

34. J. Steele, « I'm a Young President, Don't Try to Label Me », *The Guardian,* 2 juillet 2008.
35. B. Benoit, « Germany Sees An End to US Hegemony », *Financial Times,* 26 septembre 2008.
36. L. Phillips, « US Laisser-Faire to Battle European "Social Market" at G20 », *EUObserver,* 14 novembre 2008, https://euobserver.com/foreign/27114.
37. Entretien avec l'auteur.

CHAPITRE 9 –
LA CRISE EUROPÉENNE OUBLIÉE : L'EUROPE DE L'EST

1. B. Setser, « Where Is My Swap Line ? And Will the Diffusion of Financial Power Balkanize the Global Response to a Broadening Crisis ? », 18 octobre 2008, https://www.cfr.org/blog/where-my-swap-line-and-will-diffusion-financial-power-balkanize-global-response-broadening.
2. Transcription de la réunion du FOMC, 28-29 octobre 2008.
3. M. J. Burrows et J. Harris, « Revisiting the Future : Geopolitical Effects of the Financial Crisis », *Washington Quarterly* vol. XXXII, n° 2, 2009, p. 27-38.
4. Conférence de presse, 14 novembre 2008, http://discours.vie-publique.fr/notices/087003590.html.
5. V. Feklyunina et S. White, « Discourses of "Krizis' : Economic Crisis in Russia and Regime Legitimacy », *Journal of Communist Studies and Transition Politics* n° 27, 2011, p. 385-406.
6. N. Robinson, « Russia's Response to Crisis : The Paradox of Success », https://www.academia.edu/2125038/Russia_s_Response_to_Crisis_The_Parad auto=download.
7. S. Guriev et A. Tsyvinski, « Challenges Facing the Russian Economy After the Crisis », dans A. Åslund, S. Guriev et A. Kuchins (sous la direction de), *Russia After the Global Economic Crisis*, New York, Columbia University, 2010, p. 9-38.
8. L. Harding, « Russia's Oligarchs Lose 70 % of Their Wealth in a Year », *The Guardian,* 17 avril 2009.
9. Banque mondiale en Russie, *Russia Economic Report* n° 18, mars 2009.
10. A. E. Kramer, « A $50 Billion Bailout in Russia Favors the Rich and Connected », *New York Times,* 30 octobre 2008.
11. S. Johnson, « The Quiet Coup », *The Atlantic,* 1er mai 2009, p. 1.
12. C. G. Gaddy et B. W. Ickes, « Russia After the Global Financial Crisis », *Eurasian Geography and Economics* vol. LI, n° 3, 2010, p. 281-311.
13. J. Conrad, « Russia in the Financial Crisis and Beyond », Deutsche Bank Research, 11 décembre 2009.
14. « The Financial Crisis in Russia », Stratfor, 28 octobre 2008, https://www.stratfor.com/analysis/financial-crisis-russia.
15. Banque mondiale en Russie, *Russian Economic Report* n° 17, novembre 2008.
16. S. Crowley, « Monotowns and the Political Economy of Industrial Restructuring in Russia », *Post-Soviet Affairs* vol. XXXII, n° 5, 2016, p. 397-422.
17. J. Jungmann et B. Sagemann (sous la direction de), *Financial Crisis in Eastern Europe Road to Recovery*, Wiesbaden, Gabler, 2011, p. 433.
18. M. Korostikov, « Russia and China : Against the Storm », *Journal of Communist Studies and Transition Politics* vol. XXVII, n° 3-4, 2011, p. 605-631.
19. C. G. Gaddy et B. W. Ickes, « Russia After the Global Financial Crisis », p. 281-311.

20. *Russian Analytical Digest* n° 63, 7 juillet 2009, http://www.laender-analysen.de/russland/rad/pdf/Russian_Analytical_Digest_63.pdf.
21. S. Fortescue, « Putin in Pikalevo : PR or Watershed ? », *Australian Slavonic and East European Studies* vol. XXIII, n° 1-2, 2010, p. 19-38.
22. R. Sakwa, *The Crisis of Russian Democracy,* p. 332-341.
23. D. Medvedev, « Go Russia ! », 10 septembre 2009, http://en.kremlin.ru/events/president/news/5413.
24. D. Medvedev, « Speech at Meeting of Council of Legislators », 28 décembre 2009, http://en.kremlin.ru/events/president/transcripts/6497.
25. P. P. Pan, « Medvedev Calls for Economic Changes », *Washington Post,* 13 novembre 2009.
26. Pour une analyse qui souligne pleinement la diversité régionale, voir E. Berglöf, Y. Korniyenko, J. Zettelmeyer et A. Plekhanov, « Understanding the Crisis in Emerging Europe », Banque européenne pour la reconstruction et le développement, document de travail n° 109, 2009.
27. Danske Bank Research, « Euro Area : Exposure to the Crisis in Central and Eastern Europe », 24 février 2009.
28. *EBRD Transition Report 2015-2016*, Londres, Banque européenne pour la reconstruction et le développement, 2016, p. 12.
29. I. Kaminska, « The EE Mortgage », *Financial Times,* 24 octobre 2008.
30. L. Thomas Jr., « Politics Add to Economic Turmoil in Hungary », *New York Times,* 1er avril 2009.
31. Transcription de la réunion du FOMC, 28-29 octobre 2008.
32. *Ibid*.
33. S. Vallée, « Behind Closed Doors at the ECB », *Financial Times,* 30 mars 2010.
34. R. A. Auer, S. Kraenzlin et D. Liebeg. « How Do Austrian Banks Fund Their Swiss Franc Exposure ? », *Austrian National Bank Financial Stability Report* , 2012, p. 54-61.
35. L. Andor, « Hungary in the Financial Crisis : A (Basket) Case Study », *Journal of Contemporary Central and Eastern Europe* vol. XVII, n° 3, 2009, p. 285-296 ; L. Calmfors *et al*., « The Hungarian Crisis », *EEAG Report on the European Economy*, 2012, p. 115-130 ; T. Egedy, « The Effects of Global Economic Crisis in Hungary », *Hungarian Geographical Bulletin* vol. LXI, n° 2, 2012, p. 155-173.
36. S. Lütz et M. Kranke, « The European Rescue of the Washington Consensus ? EU and IMF Lending to Central and Eastern European Countries », *Review of International Political Economy* vol. XXI, n° 2, 2014, p. 310-338.
37. « Days of New Flats, Cars and Generous State Benefits Over as Currency Collapses », *The Guardian,* 28 octobre 2008.
38. J. A. Cordero, « The IMF's Stand-by Arrangements and the Economic Downturn in Eastern Europe : The Cases of Hungary, Latvia, and Ukraine », CEPR, septembre 2009.
39. FMI, « Review of Recent Crisis Programs », 14 septembre 2009.
40. L. Barber, C. Giles, S. Wagstyl et T. Barber, « Zoellick Urges EU to Help East

Europe », *Financial Times,* 18 février 2009.

41. « Keep Calm and Carry On », *The Economist,* 19 février 2009.
42. A. Evans-Pritchard, « Failure to Save East Europe Will Lead to Worldwide Meltdown », *The Telegraph,* 14 février 2009 ; Z. Kudrna et D. Gabor, « The Return of Political Risk : Foreign-Owned Banks in Emerging Europe », *Europe-Asia Studies* vol. LXV, n° 3, 2013, p. 548-566.
43. Z. Darvas, « The EU's Role in Supporting Crisis-Hit Countries in Central and Eastern Europe », *Bruegel Policy Contribution*, n° 2009/17, 2009.
44. E. Hugh, « Let the East into the Eurozone Now ! », 20 février 2009, http://fistfulofeuros.net/afoe/let-the-east-into-the-eurozone-now.
45. S. Wagstyl, « IMF Urges Eastern EU to Adopt Euro », *Financial Times, 5* avril 2009.
46. R. De Haas *et al.*, « Foreign Banks and the Vienna Initiative : Turning Sinners into Saints ? », document de travail n° 12-117 du FMI, 2012. L'efficacité de l'initiative est évoquée dans E. Berglöf, Y. Korniyenko, J. Zettelmeyer et A. Plekhanov, « Understanding the Crisis » : selon eux, le fait que les banques soient implantées dans plusieurs pays a permis de stabiliser les emprunts.
47. Banque européenne pour la reconstruction et le développement, Banque européenne d'investissement et Banque mondiale, *Final Report on the Joint IFI Action Plan*, mars 2011. Selon des représentants du ministère allemand des Finances, ils ont pris des mesures au niveau national afin que les prêteurs allemands restent disciplinés.
48. P. Blustein, *Off Balance,* p. 1816 de l'édition Kindle.
49. C. Dougherty, « Sweden Aids Bailout of Baltic Nations », *New York Times,* 12 mars 2009.
50. « Latvia : Will It Start a Dangerous Domino Effect ? », 6 mai 2009, http://www.economonitor.com/analysts/author/mstokes/.
51. L. Nyberg, « The Baltic Region in the Shadow of the Financial Crisis », *BIS Review* n° 105, 2009 ; Y. Koyama, « Economic Crisis in the Baltic States : Focusing on Latvia », *Economic Annals* vol. LV, n° 186, 2010, p. 89-114.
52. A. Evans-Pritchard, « Latvian Debt Crisis Shakes Eastern Europe », *The Telegraph,* 3 juin 2009.
53. O. J. Blanchard, M. Griffiths et B. Gruss, « Boom, Bust, Recovery : Forensics of the Latvia Crisis », *Brookings Papers on Economic Activity* n° 2, 2013, p. 325-388.
54. Z. Darvas, « The EU's Role ».
55. J. Sommers et C. Woolfson, *The Contradictions of Austerity : The Socio-Economic Costs of the Neoliberal Baltic Model*, New York, Routledge, 2014.
56. J. Brundsen, « Brexit Gives Valdis Dombrovskis Big Sway Over Banks », *Financial Times*, 30 juin 2016.
57. D. Arel, « Ukraine Since the War in Georgia », *Survival* vol. L, n° 6, 2008, p. 15-25
58. A. Mayhew, « The Economic and Financial Crisis : Impacts on an Emerging Economy-Ukraine », document de travail n° 115 du Sussex European Institute, 2010.

59. A. Åslund, « Ukraine : Worst Hit by the Financial Crisis », George Washington University, 23 février 2009, https://www2.gwu.edu/~iiep/assets/docs/aslund_ukraine_23feb09.pdf.
60. A. Åslund, « Ukraine's Financial Crisis, 2009 », *Eurasian Geography and Economics* vol. L, n° 4, 2009, p. 371-386.
61. R. Connolly et N. Copsey, « The Great Slump of 2008-9 and Ukraine's Integration with the European Union », *Journal of Communist Studies and Transition Politics* vol. XXVII, n° 3-4, 2011, p. 541-565.
62. K. Westphal, « Russian Gas, Ukrainian Pipelines, and European Supply Security : Lessons of the 2009 Controversies », Stiftung Wissenschaft und Politik, 11 septembre 2009.
63. T. Alloway, « Domino Theory, Eastern Europe Edition », *Financial Times,* 16 février 2009.

CHAPITRE 10 – VENT D'EST : LA CHINE

1. A. Tsygankov, « What Is China to Us ? Westernizers and Sinophiles in Russian Foreign Policy », *Russia. Nei. Visions* n° 45, décembre 2009.
2. D. W. Drezner, « Bad Debts : Assessing China's Financial Influence in Great Power Politics », *International Security* vol. XXXIV, n° 2, 2009, p. 7-45.
3. « Fannie, Freddie Failure Would Be World "Catastrophe" », *Bloomberg*, 22 août 2008, signalé par https://mises.org/blog/fannie-freddie-failure-would-be-world-catastrophe.
4. J. Fallows, « Be Nice to the Countries That Lend You Money », *The Atlantic*, décembre 2008, https://www.theatlantic.com/magazine/archive/2008/12/be-nice-to-the-countries-that-lend-you-money/307148/.
5. D. W. Drezner, « Bad Debts ».
6. W. M. Morrison et M. Labonte, « China's Holdings of US Securities : Implications for the US Economy », *Current Politics and Economics of Northern and Western Asia* vol. XX, n° 3, 2011, p. 507.
7. « A Truer Picture of China's Export Machine », *McKinsey Quarterly*, septembre 2010, http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/a-truer-picture-of-chinas-export-machine.
8. « The Decoupling Debate », *The Economist,* 6 mars 2008.
9. J. Yardley, « China to Streamline Government into "Super Ministries" », *New York Times,* 11 mars 2008.
10. S. Minggao et H. Yin, « Macroreview : Crisis Tests Strength of China's Export Muscle », http://english.caijing.com.cn/2009-08-19/110227250.html.
11. Concernant ce chiffre approximatif, voir S. Fardoust, J. Yifu et L. X. Luo, « Demystifying China's Fiscal Stimulus », Banque mondiale, document stratégique de recherche n° 6221, 2012. Pour une analyse plus détaillée, voir C. Fang et K. Wing Chan, « The Global Economic Crisis and Unemployment in China », *Eurasian Geography and Economics* vol. L, n° 5, 2009, p. 513-531.
12. B. Naughton, « Understanding the Chinese Stimulus Package », *China Leadership Monitor* vol. XXVIII, n° 2, 2009, p. 1-12.
13. D. Schmidt et S. Heilmann, « Dealing with Economic Crisis in 2008-2009 », *China Analysis* n° 77, janvier 2010, www.chinapolitik.de ; see also http://knowledge.ckgsb.edu.cn/2015/12/14/china/the-party-planners-five-year-plans-in-china/.
14. Concernant cette citation et les suivantes, voir Naughton, « Understanding the Chinese Stimulus Package », p. 1-12.
15. C. Sorace, « China's Vision for Developing Sichuan's Post-Earthquake Countryside : Turning Unruly Peasants into Grateful Urban Citizens », *China Quarterly* n° 218, 2014, p. 404-427.
16. J. Kirkegaard, « China's Experimental Pragmatics of "Scientific Development" in Wind Power : Algorithmic Struggles over Software in Wind Turbines »,

Copenhagen Journal of Asian Studies vol. XXXIV, n° 1, 2016, p. 5-24.

17. H. Yu, « Universal Health Insurance Coverage for 1.3 Billion People : What Accounts for China's Success ? », *Health Policy* vol. CXIX, n° 9, septembre 2015, p. 1145-1152.
18. B. Naughton, « Understanding », p. 8.
19. G. Ollivier, J. Sondhi et N. Zhou, « High-Speed Railways in China : A Look at Construction Costs », *World Bank China Transport Topics* n° 9, juillet 2014.
20. L'enthousiasme d'Obama fait même l'objet de critiques : « Obama Needs to Get Over His China Envy », *Baltimore Sun,* 5 novembre 2011, http://www.baltimoresun.com/news/opinion/bal-obama-needs-to-get-over-his-china-envy-20111104-story.html.
21. S. Breslin, « China and the Crisis : Global Power, Domestic Caution and Local Initiative », *Contemporary Politics* vol. XVII, n° 2, 2011, p. 185-200.
22. FMI, « Survey : China's Difficult Rebalancing Act », septembre 2007, http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/socar0912a.
23. A.Wheatley, « Calculating the Coming Slowdown in China », *New York Times,* 23 mai 2011.
24. « China Seeks Stimulation », *The Economist,* 10 novembre 2008.
25. S. Fardoust, J. Yifu et L. X. Luo, « Demystifying China's Fiscal Stimulus ».
26. B. Naughton, « Understanding », p. 10.
27. S. Fardoust, J. Yifu et L. X. Luo, « Demystifying China's Fiscal Stimulus », figure 2.
28. B. Naughton, « Reading the NPC : Post-Crisis Economic Dilemmas of the Chinese Leadership », *China Leadership Monitor* n° 32, 2010, p. 1-10.
29. B. Naughton, « Understanding », p. 3.
30. A. Szamosszegi et C. Kyle, *An Analysis of State-Owned Enterprises and State Capitalism in China,* US-China Economic and Security Review Commission, octobre 2011, p. 1-116.
31. C. E. Walter et F. J. T. Howie, *Red Capitalism*, Singapour, Wiley, 2012.
32. N. Lardy, *Sustaining China's Economic Growth*, New York, Columbia University Press, 2012.
33. A. Collier, *Shadow Banking and the Rise of Capitalism in China*, Singapour, Palgrave Macmillan, 2017.
34. N. -L. Sum, « A Cultural Political Economy of Crisis Recovery : (Trans-) National Imaginaries of "BRIC" and Subaltern Groups in China », *Economy and Society* vol. XLII, n° 4, 2013, p. 543-570.
35. D. Schmidt et S. Heilmann, « Dealing with Economic Crisis in 2008-2009 ».
36. C. Wong, « The Fiscal Stimulus Program and Problems of Macroeconomic Management in China », 2011, https://www.oecd.org/gov/budgeting/48143862.pdf ; C. Wong, « The Fiscal Stimulus Programme and Public Governance Issues in China », *OECD Journal on Budgeting* n° 2011/3, https://www.oecd.org/gov/budgeting/49633058.pdf.
37. S. Fardoust, J. Yifu et L. X. Luo, « Demystifying China's Fiscal Stimulus ».

38. D. Shambaugh, « Coping with a Conflicted China », *Washington Quarterly* vol. XXXIV, n° 1, 2011, p. 7-27.
39. G. Qian, « How Should We Read China's "Discourse of Greatness' », *China Media Project*, http://cmp.hku.hk/2010/02/23/4565/ (consulté le 8 décembre 2010).
40. « In Wake of Stronger Growth, More Americans and Europeans Say US Is Top Economic Power », 2 juillet 2015, http://www.pewresearch.org/fact-tank/2015/07/02/in-wake-of-stronger-growth-more-americans-and-europeans-say-u-s-is-top-economic-power/.
41. T. M. Cheung, « Dragon on the Horizon : China's Defense Industrial Renaissance », *Journal of Strategic Studies* vol. XXXII, n° 1, 2009, p. 29-66.
42. « What Does China Really Spend on Its Military ? », http://chinapower.csis.org/military-spending/.
43. T. Shanker et M. Mazzetti, « China and US Clash on Naval Fracas », *New York Times,* 10 mars 2009.
44. « UPDATE 3-Geithner Tells China Its Dollar Assets Are Safe », *Reuters*, 31 mai 2009.
45. D. Shambaugh, « Coping with a Conflicted China ».
46. National Intelligence Council, *Global Trends 2025*, Washington, DC, 2008 ; K. Liao, « The Pentagon and the Pivot », *Survival* vol. LV, n° 3, 2013, p. 95-114.
47. J. Fallows, « Be Nice to the Countries That Lend You Money ».

CHAPITRE 11 – LE G20

1. C. Pereira et J. A. de Castro Neves, « Brazil and China : South-South Partnership or North-South Competition ? », Brookings, document d'orientation n° 26, mars 2011.
2. A. Ahuja et M. S. Nabar, « Investment-Led Growth in China : Global Spillovers », document de travail n° 12/267 du FMI, 2012.
3. OCDE, base de données du Maddison Project, http://www.ggdc.net/maddison/maddison-project/data.htm.
4. J. R. Blöndal, I. Hawkesworth et H.-D. Choi, « Budgeting in Indonesia », *OECD Journal on Budgeting* vol. IX, n° 2, 2009, p. 49.
5. A. Doraisami, « Macro-Economic Policy Responses to Financial Crises in Malaysia, Indonesia and Thailand », *Journal of Contemporary Asia* vol. XLIV, n° 4, 2014, p. 581-598.
6. M. Fackler, « South Koreans Reliving Nightmare of Last Financial Crisis », *New York Times,* 24 octobre 2008.
7. H. Cho, *South Korea's Experience with Banking Sector Liberalisation*, rapport de recherche, Amsterdam, 2010 ; T. Kalinowski et H. Cho, « The Political Economy of Financial Liberalization in South Korea : State, Big Business, and Foreign Investors », *Asian Survey* vol. XL, n° 2, 2009, p. 221-242.
8. H. Cho, *South Korea's Experience with Global Financial Crisis*, North-South Institute, Ontario, 2012, p. 10.
9. J. Ree, K. Yoon et H. Park, « FX Funding Risks and Exchange Rate Volatility – Korea's Case », document de travail n° 12-268 du FMI, 2012.
10. B. Eichengreen, *Exorbitant Privilege : The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford, Oxford University Press, 2010, p. 168.
11. H. C. Chung, « The Bank of Korea's Policy Response to the Global Financial Crisis », *Bank for International Settlements Paper* n° 54, 2010, p. 257.
12. J. Chomthongdi, « Thailand and the World Financial Crisis : How Will Civil Unrest Further Damage Thailand's Economic Position ? », 20 avril 2009, http://www.theglobalist.com/thailand-and-the-world-financial-crisis/ ; S. Chirathivat et S. Mallikamas, « Thailand's Economic Performance and Responses to the Global Crisis », compte rendu de la conférence « Asia After the Crisis », 2010.
13. M. Z. Abidin et R. Rasiah, « The Global Financial Crisis and the Malaysian Economy : Impact and Responses », Kuala Lumpur, PNUD Malaisie, 2009.
14. K. Sangsubhan et M. C. Basri, « Global Financial Crisis and ASEAN : Fiscal Policy Response in the Case of Thailand and Indonesia », *Asian Economic Policy Review* vol. VII, n° 2, 2012, p. 248-269.
15. M. C. Basri et S. Rahardja, « Mild Crisis, Half Hearted Fiscal Stimulus : Indonesia During the GFC », *Assessment on the Impact of Stimulus, Fiscal Transparency and Fiscal Risk*, rapport d'un projet de recherche ERIA, 2010-1, p. 169-211.
16. E. Chew, « Malaysia Stimulus Tops $16 Billion », *Wall Street Journal,* 11 mars

2009.

17. A. Maierbrugger, « 1MDB Scandal : Next Suspect Goldman Sachs Banker », 15 février 2016, http://investvine.com/1mdb-scandal-next-suspect-goldman-sachs-banker/.
18. « Chronology of Korean Responses to the Financial Crisis », *New York Times,* 19 octobre 2008.
19. N. Baba et I. Shim, « Policy Responses to Dislocations in the FX Swap Market : The Experience of Korea », *BIS Quarterly Review,* juin 2010.
20. T. Kalinowski, « The Politics of Market Reforms : Korea's Path from Chaebol Republic to Market Democracy and Back », *Contemporary Politics* vol. XV, n° 3, 2009, p. 287-304.
21. T. Kalinowski, « Crisis Management and the Diversity of Capitalism : Fiscal Stimulus Packages and the East Asian (Neo-)Developmental State », *Economy and Society* vol. XLIV, n° 2, 2015, p. 244-270.
22. Transcription de la réunion du FOMC, 28-29 octobre 2008.
23. R. H. Wade, « Emerging World Order ? From Multipolarity to Multilateralism in the G20, the World Bank, and the IMF », *Politics & Society* vol. XXXIX, n° 3, 2011, p. 347-378.
24. J. Kirton, *G20 Governance for a Globalized World*, Farnham, Ashgate, 2013.
25. « Norway Takes Aim at G-20 », *Spiegel Online,* 22 juin 2010.
26. L'action de l'ONU culmine avec la Conférence au plus haut niveau sur la crise économique et financière et son incidence sur le développement, juin 2009, http://www.un.org/ga/president/63/interactive/uneconference.shtml.
27. A. Darling, *Back from the Brink,* p. 193.
28. A. Seldon, *Brown at 10,* p. 45.
29. Conférence de presse à Washington avec Gordon Brown et Alistair Darling, samedi 15 novembre 2008, http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20090330160949/http://www.numb
30. A. Seldon, *Brown at 10,* p. 7411-7417 de l'édition Kindle.
31. J. Beale, « Lofty Ambitions for Obama's Visit », *BBC News*, 31 mars 2009.
32. A. Seldon, *Brown at 10,* p. 7660-7663 de l'édition Kindle.
33. Pour un débat sur la question, voir E. Helleiner et J. Kirschner (sous la direction de), *The Great Wall of Money* , Ithaca (New York), Cornell University Press, 2014. Pour la version originale, voir « Zhou Xiaochuan : Reform the International Monetary System », 23 mars 2009, http://www.pbc.gov.cn/english/130724/2842945/index.html.
34. J. Zhongxia, « The Chinese Delegation at the 1944 Bretton Woods Conference : Reflections for 2015 », https://www.omfif.org/media/1067515/chinese-reflections-on-bretton-woods-by-jin-zhongxia.pdf.
35. M. P. Dooley, D. Folkerts-Landau et P. Garber, « The Revived Bretton Woods System », *International Journal of Finance and Economics* vol. IX, n° 4, octobre 2004, p. 307-313.
36. À propos du rééquilibrage voulu par la Chine, voir B. Setser, « The Balance of Financial Terror, Circa August 9, 2007 », https://www.cfr.org/blog/balance-

financial-terror-circa-august-9-2007.

37. Nations unies, « Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System », New York, septembre 2009.
38. G. C. Chang, « China's Assault on the Dollar », 26 mars 2009, https://www.forbes.com/2009/03/26/zhou-xiaochuan-geithner-renminbi-currency-opinions-columnists-dollar.html.
39. J. Kollewe, « Global Currency Flies with Push from Russia and Slip from Timothy Geithner », *The Guardian,* 26 mars 2009.
40. A. Lane, « In Defending US Currency, Bachmann Distorts Geithner's Comments About Dollar », 1er avril 2009, http://www.politifact.com/truth-o-meter/statements/2009/apr/01/michele-bachmann/defending-dollar-bachmann-distorts-geithners-comme/.
41. E. S. Prasad, *The Dollar Trap : How the US Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press, 2014.
42. H. Cooper, « On the World Stage, Obama Issues an Overture », *New York Times,* 2 avril 2009.
43. Conférence de presse conjointe d'Angela Merkel et Nicolas Sarkozy, 1er avril 2009, http://discours.vie-publique.fr/notices/097000997.html.
44. À ce propos, voir A. Rawnsley, *The End of the Party*, Londres, Penguin, 2010.
45. P. Blustein, *Laid Low : Inside the Crisis That Overwhelmed Europe and the IMF*, Waterloo (Ontario), CIGI, 2016, p. 75.
46. N. Woods, « Global Governance After the Financial Crisis : A New Multilateralism or the Last Gasp of the Great Powers ? », *Global Policy* vol. I, no 1, 2010, p. 51-63.
47. À ce propos, voir A. Rawnsley, *The End of the Party*, p. 4218-4351 de l'édition numérique.
48. « Transcript : Obama's G20 Press Conference », 2 avril 2009, https://www.cbsnews.com/news/transcript-obamas-g20-press-conference/.
49. A. Sparrow, K. Baldwin et H. Stewart, « Today's G20 Deal Will Solve Financial Crisis, Claims Gordon Brown », *The Guardian,* 2 avril 2009.
50. M. Rosie et H. Gorringe, « What a Difference a Death Makes : Protest, Policing and the Press at the G20 », *Sociological Research Online* vol. XIV, no 5, 2009, p. 4.
51. « King Warns Against More Spending », *BBC News*, 24 mars 2009.
52. P. Aldrick, « Failed Gilt Auction Stokes Fears Over UK Economy », *The Telegraph,* 25 mars 2009.
53. M. Gove, « Coyote Ugly : G20 Finally Pushes Prudence into the Abyss », *The Scotsman,* 28 mars 2009.
54. P. Wintour et N. Watt, « Gordon Brown : A Statesman Abroad, Under Fire Back Home », *The Guardian,* 25 mars 2009.
55. « London Summit – Leaders' Statement », 2 avril 2009, https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20_040209.pdf.
56. N.-L. Sum, « A Cultural Political Economy of Crisis Recovery ».
57. La relance discrétionnaire modeste de l'Allemagne, début 2009, est réévaluée à

la hausse ultérieurement, en raison de baisses d'impôts qui font suite aux élections de septembre 2009.

CHAPITRE 12 – LA RELANCE

1. S. Erlanger and S. Castle, « European Leader Assails American Stimulus Plan », *New York Times*, 25 mars 2009.
2. A. White, « EU Presidency : US Stimulus Is "The Road to Hell' », *San Diego Tribune,* 25 mars 2009.
3. A. Rawnsley, *End of the Party*, p. 4309 de l'édition numérique.
4. N. Sheiber, *The Escape Artists : How Obama's Team Fumbled the Recovery* , New York, Simon & Schuster, 2012, p. 96.
5. R. Lizza, « The Obama Memos », *New Yorker*, 30 janvier 2012, http://www.newyorker.com/magazine/2012/01/30/the-obama-memos.
6. M. Grunwald, *The New New Deal : The Hidden Story of Change in the Obama Era* , New York, Simon & Schuster, 2012.
7. D. Loewe, « Obama's Blues Agenda », *The Guardian,* 13 février 2009.
8. J. Green, « The Elusive Green Economy », *The Atlantic,* juillet/août 2009, https://www.theatlantic.com/magazine/archive/2009/07/the-elusive-green-economy/307554/.
9. M. Grabell, *Money Well Spent ? The Truth Behind the Trillion-Dollar Stimulus, the Biggest Economic Recovery Plan in History*, New York, PublicAffairs, 2012.
10. B. Dupor, « The Recovery Act of 2009 vs. FDR's New Deal : Which Was Bigger ? », https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/first_quarter_2017/the-recovery-act-of-2009-vs-fdrs-new-deal-which-was-bigger.
11. F. Reichling, « Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output from October 2011 Through December 2011 », Bureau du budget du Congrès, Washington, DC, 2012. Cet avis concorde dans l'ensemble avec l'analyse de T. G. Conley et B. Dupor, « The American Recovery and Reinvestment Act : Solely a Government Jobs Program ? », *Journal of Monetary Economics* vol. LX, n° 5, 2013, p. 535-549.
12. Groupe des conseillers économiques, « The Economic Impact of the American Recovery and Reinvestment Act Five Years Later », rapport final remis au Congrès, février 2014.
13. P. Krugman, *End This Depression Now* ; et B. Eichengreen, *Hall of Mirrors,* p. 297-301.
14. C. Romer et J. Bernstein, « The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan », 9 janvier 2009, https://www.economy.com/mark-zandi/documents/The_Job_Impact_of_the_American_Recovery_and_Reinve
15. N. Barofksy, *Bailout : An Inside Account of How Washington Abandoned Main Street While Rescuing Wall Street*, New York, Free Press, 2012.
16. Le chiffre de 9,3 millions de ménages qui perdent leur logement est une estimation de la National Association of Realtors, citée dans L. Kusisto, « Many Who Lost Homes to Foreclosure in Last Decade Won't Return », *Wall Street Journal,* 20 avril 2015. Voir également « The End Is in Sight for the US Foreclosure Crisis », 3 décembre 2016, https://www.stlouisfed.org/publications/housing-market-perspectives/issue-3-dec-2016/the-end-is-in-sight-for-the-us-foreclosure-crisis.

17. « Lawrence Summers on “House of Debt” », *Financial Times,* 6 juin 2014.
18. R. Suskind, *Confidence Men.*
19. R. Rubin, P. Orszag et A. Sinai, « Sustained Budget Deficits : The Risk of Financial and Fiscal Disarray », session conjointe de l’AEA-NAEFA, assemblée annuelle de l’Allied Social Science Associations, 2004.
20. P. Mauro, M. A. Horton et M. S. Kumar, « The State of Public Finances : A Cross-Country Fiscal Monitor », FMI, 2009.
21. « Budget of the US Government Fiscal Year 2011 », https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BUDGET-2011-BUD/pdf/BUDGET-2011-BUD.pdf.
22. FMI, *Moniteur des finances publiques*, Washington, DC, mai 2010.
23. Éditorial, « The Bond Vigilantes », *Wall Street Journal*, 29 mai 2009.
24. N. Scheiber, *Escape Artists,* p. 151 ; et R. Suskind, *Confidence Men,* p. 516.
25. N. Scheiber, *Escape Artists,* p. 150.
26. A. P. Lerner, « Functional Finance and the Federal Debt », *Social Research*, 1943, p. 38-51.
27. D. Gabor et C. Ban, « Banking on Bonds : The New Links Between States and Markets », *Journal of Common Market Studies* vol. LIV, n° 3, 2016, p. 617-635.
28. C. Bastasin, *Saving Europe,* p. 110-111.
29. D. Gabor, « The ECB and the Eurozone Debt Crisis », non daté, https://www.academia.edu/868218/The_ECB_and_the_European_Debt_Crisis D. Gabor, « The Power of Collateral : The ECB and Bank Funding Strategies in Crisis », 18 mai 2012, consultable sur https://ssrn.com/abstract=2062315 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2062315. Pour compléter l’opération de refinancement à plus long terme (LTRO), la BCE met également en œuvre un programme plus modeste afin d’étayer le marché des obligations hypothécaires.
30. Institute of International Finance, « Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework », juin 2010, p. 26.
31. M. Dettmer, D. Kurbjuweit, R. Nelles, R. Neukirch et C. Reiermann, « Diebische Freude », *Der Spiegel,* 12 janvier 2009.
32. OCDE, *Public Debt Markets. Trends and Recent Structural Trends*, Paris, OCDE, 2002.
33. « Konjunkturpaket II », *Der Spiegel,* 27 janvier 2009.
34. « Konjunkturpaket », *Der Spiegel,* 6 janvier 2009.
35. C. Reiermann, « Goldener Zuegel », *Der Spiegel,* 9 février 2009.
36. F. Gathmann, « Einigung zur Schuldenbremse », *Der Spiegel,* 6 février 2009 ; « Finanzhilfen für ärmere Länder », *Der Spiegel,* 13 février 2009.
37. « Foederalismusreform », *Der Spiegel,* 27 mars 2009.
38. « Fuehrende Oekonomen verteufeln die Schuldenbremse », *Handelsblatt,* 13 février 2009 ; et S. Dullien, « Kommentar », *Der Spiegel,* 9 février 2009.
39. « Schlacht um die Schuldenbremse », *Manager Magazin,* 16 janvier 2009.
40. D. Hawranek *et al.*, « Gipfel am Abgrund », *Der Spiegel,* 30 mars 2009.

41. R. Kuttner, *Presidency in Peril,* p. 78-79.
42. R. Suskind, *Confidence Men,* p. 656.
43. N. Scheiber, *Escape Artists,* p. 150.
44. FMI, *Moniteur des finances publiques,* Washington, DC, novembre 2010.

CHAPITRE 13 – AU SECOURS DE LA FINANCE

1. OCDE, *Economic Outlook* n° 85, juin 2009.
2. « Acquisition of Merrill Lynch by Bank of America », 5 juin 2009, https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20090625a.ht
3. « Citigroup Stock Sinks to an All- Time Low of 97 Cents », 4 mai 2009, http://www.huffingtonpost.com/2009/03/05/citigroup-stock-sinks-to_n_172167.html.
4. P. Wintour et J. Treanor, « RBS Bonuses to Reach £775m Despite Treasury Tough Talk », *The Guardian,* 17 février 2009.
5. B. White, « What Red Ink ? Wall Street Paid Hefty Bonuses », *New York Times,* 28 janvier 2009.
6. G. Farrell et J. Macintosh, « Merrill Delivered Bonuses Before BofA Deal », *Financial Times,* 21 janvier 2009.
7. « Obama's Statement on AIG », *New York Times,* 16 mars 2009.
8. K. Guha et E. Luce, « Greenspan Backs Bank Nationalization », *Financial Times,* 17 février 2009.
9. « Nationalization : Is It the Only Answer to Save Banks ? », 15 février 2009, http://abcnews.go.com/WN/Economy/story?id=6885587.
10. « Obama : Swedish Model Would Be Impossible Here », 11 février 2009, http://www.businessinsider.com/obama-swedish-model-would-be-impossible-here-2009-2.
11. J. Cassidy, « No Credit Timothy Geithner's Financial Plan Is Working – And Making Him Very Unpopular », *The New Yorker,* 15 mars 2010, http://www.newyorker.com/magazine/2010/03/15/no-credit-2#ixzz0haHEOfV7.
12. Suskind, *Confidence Men,* p. 397-464.
13. S. Bair, *Bull by the Horns*, p. 3032 de l'édition Kindle.
14. S. Johnson et J. Kwak, *13 Bankers : The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, New York, Pantheon Books, 2010.
15. R. Suskind, *Confidence Men,* p. 455-460, 695. Geithner a émis un démenti public : « Press Briefing by Press Secretary Jay Carney, Treasury Secretary Tim Geithner, and OMB Director Jack Lew », 19 septembre 2011, https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/2011/09/19/press-briefing-press-secretary-jay-carney-treasury-secretary-tim-geithne.
16. E. Javers, « Inside Obama's Bank CEOs Meeting », *Politico,* 4 mars 2009, http://www.politico.com/story/2009/04/inside-obamas-bank-ceos-meeting-020871.
17. T. Geithner, *Stress Test,* p. 376.
18. DealBook, « Geithner Haunted by a Goldman Past He Never Had », *New York Times,* 19 août 2010.
19. Calendrier de T. Geithner : https://www.nytimes.com/interactive/projects/documents/geithner-schedule-new-york-fed.

20. A. Clark, « Diary Shows Geithner- Darling Contact During Crisis », *The Guardian,* 11 octobre 2009.
21. N. Scheiber, *The Escape Artists,* p. 38.
22. J. Anderson, « Calm Before and During a Storm », *New York Times,* 9 février 2007.
23. R. Suskind, *Confidence Men,* p. 455.
24. Federal Reserve, « The Supervisory Capital Assessment Program : Design and Implementation », 24 avril 2009, https://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20090424a1.pdf. Comme le souligne R. Kuttner, *Presidency in Peril,* p. 151, l'équipe du test d'effort était terriblement sous-équipée compte tenu de la complexité des affaires qu'elle devait analyser.
25. T. Geithner, *Stress Test,* p. 345-350.
26. D. Enrich, D. Fitzpatrick et M. Eckblad, « Banks Won Concessions on Tests », *The Wall Street Journal,* 9 mai 2009.
27. S. Bair, *Bull by the Horns,* p. 2843 de l'édition Kindle ; et F. Guerrera et J. Eaglesham, « Citi Under Fire over Deferred Tax Assets », *Financial Times,* 6 septembre 2010.
28. N. Scheiber, *The Escape Artists,* p. 128.
29. Sur Citi, R. Kuttner, *Presidency in Peril,* p. 129.
30. SIGTARP, « Exiting TARP : Repayments by the Largest Financial Institutions », 29 septembre 2011
31. S. Bair, *Bull by the Horns,* p. 3686 de l'édition Kindle.
32. D. Baker et T. McArthur, « The Value of the "Too Big to Fail" Big Bank Subsidy », CEPR, 2009.
33. On peut trouver une description remarquable du passage au Congrès de Dodd-Frank dans A. S. Blinder, *When the Music Stopped : The Financial Crisis, the Response and the Work Ahead* , New York, Penguin, 2013, p. 263-366. Pour un point de vue politique contradictoire, voir T. Geithner, *Stress Test*, p. 388-438 ; B. Bernanke, *Courage to Act*, p. 435-466 ; et S. Bair, *Bull by the Horns,* p. 3223-4339 de l'édition Kindle.
34. « Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act », Public Law p. 111-203, 21 juillet 2010, https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf.
35. US Treasury, « Financial Regulatory Reform : A New Foundation », Washington, DC, 2009.
36. T. Geithner, *Stress Test,* p. 399.
37. Pew Research Center, « Americans' Views of Fed Depend on Their Politics », 16 décembre 2015, http://www.pewresearch.org/fact-tank/2015/12/16/americans-views-of-fed-depend-on-their-politics/.
38. « Ben Bernanke », *Time,* 16 décembre 2009.
39. B. Bernanke, *Mémoires de crise*.
40. S. A. Binder, « Ben Bernanke's Second Term as Chairman of the Federal Reserve », 30 janvier 2010, https://www.brookings.edu/opinions/ben-bernankes-second-term-as-chairman-of-the-federal-reserve/; et S. Chan, « Senate, Weakly, Backs New Term for Bernanke », *New York Times,* 28 janvier

2010.

41. B. Bernanke, *Mémoires de crise*.
42. T. Geithner, *Stress Test,* p. 404.
43. *Ibid.*, p. 432.
44. *Ibid.*, p. 398.
45. « The United States Residential Foreclosure Crisis : Ten Years Later », mars 2017, http://www.corelogic.com/research/foreclosure-report/national-foreclosure-report-10-year.pdf.
46. « Life After Lehman », 13 septembre 2013, http://www.institutionalinvestor.com/ Article/3254651/Life-After-Lehman-A-Look-at-How-6-Prominent-Players-Have-Fared.html#.Wavm3ZOGN0s
47. S. Grocer, « Banks Set Record for Pay », *The Wall Street Journal,* 14 janvier 2010.
48. T. M. Tse, « Goldman Sachs Earns $13 bn in 2009 », *The Washington Post,* 22 janvier 2010.
49. C. Gasparino, *Bought and Paid For,* p. 6.
50. S. Bair, *Bull by the Horns*, p. 3924-3971 de l'édition Kindle.
51. D. Polk, « Dodd-Frank Progress Report. », juillet 2013, https://www.davispolk.com/files/Jul2013_Dodd.Frank_.Progress.Report.pdf.
52. A. S. Blinder, *After the Music Stopped,* p. 314-319.
53. B. Protess et P. Eavis, « At the Finish Line on the Volcker Rule », *New York Times,* 10 décembre 2013
54. PWC, « Volcker Rule Clarity : Waiting for Godot », mai 2014, http://www.pwc.com/us/en/financial-services/regulatory-services/publications/volcker-rule-clarity-waiting-for-godot.html.
55. B. Protess, « Jamie Dimon Shows Some Love for Volcker Rule », *New York Times,* 21 mai 2012.
56. P. Clement, « The Term "Macroprudential" : Origins and Evolution 1 », *BIS Quarterly Review,* 2010, p. 59.
57. D. Skeel, *The New Financial Deal : Understanding the Dodd- Frank Act and Its (Unintended) Consequences*, Hoboken, NJ : Wiley, 2010.
58. Federal Reserve, « The Supervisory Capital Assessment Program, mai 2009, https://www.federalreserve.gov/newsevents/files/bcreg20090507a1.pdf.
59. Federal Reserve, « Dodd- Frank Act Stress Test 2013 : Supervisory Stress Test Methodology and Results », 28 mars 2013, https://www.federalreserve.gov/bankinforeg/stress-tests/appendix-b.htm.
60. « Rules and Regulations », *Federal Register*, p. 76, n° 231, 1er décembre 2011, https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2011-12-01/pdf/2011-30665.pdf.
61. Federal Reserve, « Federal Reserve Board Issues Final Rule on Annual Capital Plans, Launches 2012 Review », https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20111122a.htm.
62. P. Jenkins et P. J. Davies, « Thirty Financial Groups on Systemic Risk List », *Financial Times,* 30 novembre 2009.
63. Voir la lettre « Healthy Banking System Is the Goal, Not Profitable Banks », *Financial Times,* 8 novembre 2010 ; et A. Admati et M. Hellwig, *The Bankers' New*

Clothes, Princeton, NJ : Princeton University Press, 2013.

64. IIF, « Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework Institute of International Finance », juin 2010.
65. S. Bair, *Bull by the Horns,* p. 4731-4748 de l'édition Kindle.
66. FSB, « Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions », 4 novembre 2011.
67. The High Level Group on Financial Supervision in the EU chaired by Jacques de Larosière, Report, 25 février 2009, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf
68. Un grand merci à Shahin Vallée pour ce point.
69. M. Goldstein et N. Véron, « Too Big to Fail : The Transatlantic Debate », Bruegel working paper 03/11, 2011.
70. A. S. Posen et N. Véron, « A Solution for Europe's Banking Problem », *Bruegel Policy Brief*, 2009.
71. FMI, *Global Financial Stability Report*, avril 2009.
72. « Bafin beziffert Kreditrisiken auf 816 Milliarden Euro », *Spiegel,* 24 avril 2009.
73. B. Eichengreen, *Hall of Mirrors*, p. 323.
74. T. Geithner, *Stress Test,* p. 425-426.

CHAPITRE 14 – FAIRE COMME SI

1. Comme le dit M. Sandbu, *Europe's Orphan* ; E. Jones, « The Forgotten Financial Union : How You Can Have a Euro Crisis Without a Euro », dans *The Future of the Euro,* ed. M. Matthijs et M. Blyth, New York : Oxford University Press, 2015 ; et D. Mabbett et W. Schelkle, « What Difference Does Euro Membership Make to Stabilization ? The Political Economy of International Monetary Systems Revisited », *Review of International Political Economy,* 22.3, 2015, p. 508-534.
2. J. M. Brown, « Things Fall Apart », *Financial Times,* 15 janvier 2009 ; et C. Lapavitsas *et al.*, *Crisis in the Eurozone*, Londres : Verso, 2012, p. 58.
3. Z. Darvas, « The EU's Role in Supporting Crisis-Hit Countries in Central and Eastern Europe », *Bruegel Policy Contribution*, 17 décembre 2009.
4. S. Kalyvas, *Modern Greece : What Everyone Needs to Know* , Oxford, Oxford University Press, 2015.
5. G. Papaconstantinou, *Game Over : The Inside Story of the Greek Crisis*, Athens : G. Papaconstantinou, 2016.
6. Sur la politique du défaut du créancier, par opposition au défaut du débiteur, voir Lapavistas *et al., Crisis in the Eurozone*, p. 126-135.
7. M. Walker, C. Forelle et B. Blackstone, « On the Secret Committee to Save the Euro, a Dangerous Divide », *The Wall Street Journal*, 24 septembre 2010.
8. G. Papaconstantinou, *Game Over*.
9. V. Acharya et S. Steffen, « The Banking Crisis as a Giant Carry Trade Gone Wrong », *VoxEU*, 23 mai 2013.
10. S. Wagstyl, « Greeks Search for Hint of Daylight Between Schäuble and Merkel », *Financial Times,* 19 février 2015.
11. Pour une interprétation qui y voit la clé de toute la politique du gouvernement Merkel, voir H. Thompson, « Germany and the Euro- Zone Crisis : The European Reformation of the German Banking Crisis and the Future of the Euro », *New Political Economy, vol.* XX, n°. 6, 2015, p. 851-870.
12. B. Benoit et T. Barber, « Germany Ready to Help Eurozone Members », *Financial Times,* 18 février 2009.
13. T. Koukakis, « Josef Ackermann : The Secret 2010 Financial Support Plan for Greece and Why It Was Sunk », http://www.tovima.gr/en/article/?aid=639539.
14. R. Zohlnhöfer et T. Saalfeld, éd., *Politik im Schatten der Krise. Eine Bilanz der Regierung Merkel 2009-2013*, Wiesbaden : Springer VS, 2015.
15. A. Tooze, « After the Wars », review of *The Age of Catastrophe : A History of the West 1914-45*, par H. A. Winkler, *London Review of Books* 37.22 (2015), p. 15-17, 7 décembre 2017, https://www.lrb.co.uk/v37/n22/adam-tooze/after-the-wars.
16. Pour la citation, voir I. Traynor, « Angela Merkel Dashes Greek Hopes of Rescue Bid », *The Guardian,* 11 février 2010.
17. BVerfG, Judgment of the Second Senate of 30 juin 2009– 2 BvE 2/ 08 – paras. 1-421.
18. « Merkel sagt Griechenland Milliarden- Hilfe zu », *Die Welt,* 26 avril 2010 ; et « Union will Bankenbeteiligung prüfen », *Die Zeit,* 27 avril 2010.
19. J. Schönenborn, « Griechenland- Hilfe nur mit Bankenbeteiligung », 4 avril 2010,

ARD- DeutschlandTrend mai 2010, www.tageschau.de.

20. Bund der Steuerzahler, « Keine Steuerzahlergarantien ohne Bankenbeteiligung », 5 mai 2010, https://www.steuerzahler.de/.
21. W. Schäuble, « Why Europe's Monetary Union Faces Its Biggest Crisis », *Financial Times,* 11 mars 2010 ; « Proposal for European Monetary Fund Wins EU Support », *Spiegel Online,* 8 mars 2010 ; et « Why Is Germany Talking About a European Monetary Fund ? », *The Economist,* 9 mars 2010.
22. La seconde édition de la proposition, de mai 2010, est disponible sur : https://www.ceps.eu/system/files/book/2010/02/Nopercent20202percent20EM versionpercent20updatepercent2017percent20mai.pdf.
23. M. Feldenkirchen, C. Reiermann, M. Sauga et H.-J. Schlamp, « Merkel Takes On the EU and Her Own Finance Minister », *Spiegel Online,* 22 mars 2010.
24. « Issing zur Lage Griechenlands : IWF- Hilfe ist die einzige Alternative », 10 février 2010, www.tagesschau.de ; et « Man muss den Griechen auf die Finger schauen », 2 mars 2010, www.deutschlandfunkkultur.de.
25. P. Blustein, *Laid Low*, p. 26-31.
26. IMF Country Report 13/ 156, 20 mai 2013, présenté en termes dramatiques par A. Evans-Pritchard, « IMF Admits Disastrous Love Affair with the Euro, Apologises for the Immolation of Greece », *The Telegraph,* 28 juillet 2016.
27. « EZB warnt vor IWF- Hilfen für Griechenland », *FAZ,* 24 mars 2010.
28. G. Papaconstantinou, *Game Over,* p. 1465-1470 de l'édition Kindle.
29. C. Volkery, « Merkel's Risky Hand of Brussels Poker », *Spiegel Online,* 26 mars 2010 ; et « Deutschland hilft den Griechen, wenn der IWF hilft », *FAZ,* 25 mars 2010.
30. D. Gabor, « The Power of Collateral », p. 23.
31. D. Gabor et C. Ban, « Banking on Bonds : The New Links Between States and Markets », *Journal of Common Market Studies* 54.3 (2016), p. 617-635.
32. Pour un résumé de la discussion, voir le procès intenté contre la BCE en 2015 devant la Cour suprême allemande « Verfassungsbeschwerde », 22 octobre 2015, https://www.jura.uni-freiburg.de/de/institute/ioeffr3/forschung/papers/murswiek/verfassungsbeschv qe-anleihenkaeufe-gauweiler.pdf.
33. C. Gammelin et R. Löw, *Europas Strippenzieher*, p. 70.
34. G. Papaconstantinou, *Game Over,* p. 1529-1536 de l'édition Kindle.
35. J. White, « Emergency Europe », *Political Studies* 63.2 (2015), p. 300-318.
36. A. Evans-Pritchard, « Europe Agrees IMF-EU Rescue for Greece », *The Telegraph,* 25 mars 2010.
37. G. Papaconstantinou, *Game Over,* p. 1677 de l'édition Kindle.
38. « Irish Deficit Balloons After New Bank Bail- Out », *BBC News,* 30 septembre 2010.
39. H. Smith, « Super- Wealthy Investors Move Billions out of Greece », *The Guardian,* 6 février 2010 ; et F. Batzoglou, « Anxious Greeks Emptying Their Bank Accounts », *Spiegel Online,* 6 décembre 2011.
40. « Euro Zone Readies Giant Rescue Package for Greece », *Reuters,* 11 avril 2010.
41. A. Evans-Pritchard, « Europe Agrees IMF-EU Rescue for Greece ».

42. T. Barber, « Saving the Euro : Dinner on the Edge of the Abyss », *Financial Times,* 22 avril 2010.
43. Bundesfinanzministerium, « Chronology : Stabilisation of the Economic and Monetary Union », http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Topics/E 06-04-Chronologie-Euro-Stabilisierung.html ? __act=renderPdf&__iDocId=199342.
44. K. Connolly, « Greek Debt Crisis : IMF Chief to Woo Germany over Bailout Deal », *The Guardian,* 28 avril 2010.
45. « Transcript of Statements to the Media by Angela Merkel and Strauss- Kahn in Berlin », 28 avril 2010, https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/54/tr042810.
46. C. Bastasin, *Saving Europe,* p. 203.
47. J. Pisani-Ferry, « Tim Geithner and Europe's Phone Number », *Bruegel* (blog), 4 février 2013.
48. G. Papaconstantinou, *Game Over,* p. 2186-2188 de l'édition Kindle.
49. « Regierungserklärung von Bundeskanzlerin Merkel zu den Hilfen für Griechenland », 5 mai 2010, https://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Regierungserkla 05-05-merkel-erklaerung-griechenland.html. For the wider implications of TINA see A. Séville, « There Is No Alternative », *Politik zwischen Demokratie und Sachzwang*, Frankfurt : Campus, 2017.
50. « Deaths Place Greece on "Edge of Abyss" », 6 mai 2010, www.ekathimerini.com.
51. D. Gabor, « The Power of Collateral », p. 25.
52. « Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010 », Report of the staffs of the CTFC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues, http://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf.
53. « Preliminary Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010 », Report of the staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues, https://www.sec.gov/sec-cftc-prelimreport.pdf.
54. C. Bastasin, *Saving Europe*, p. 202.
55. À ce propos, voir T. Barber, « Saving the Euro : Dinner on the Edge of the Abyss », *Financial Times*, 22 avril 2010.
56. T. Barber, « Saving the Euro ».
57. B. Bernanke, *Mémoires de crise*. Bernanke organisa une réunion privée de la Commission bancaire du Sénat pour s'assurer qu'il n'y aurait pas de réaction négative.
58. C. Gammelin et R. Löw, *Europas Strippenzieher,* p. 75-86.
59. C. Bastasin, *Saving Europe,* p. 214-215.
60. C. Bastasin, *Saving Europe,,* p. 218 ; G. Papaconstantinou, *Game Over,* p. 2707 de l'édition Kindle.
61. L'analyse dévastatrice du FMI : IEO, *The IMF and the Crises in Greece, Ireland, and Portugal*, Washington, DC : FMI, 2016, p. 15-18.
62. P. Blustein, *Laid Low,* p. 136.
63. M. Blyth, *Austerity : The History of a Dangerous Idea* , Oxford : Oxford University

Press, 2013, p. 73.

64. « John Lipsky Biographical Information », https://www.imf.org/external/np/omd/bios/jl.htm.
65. P. Blustein, *Laid Low,* p. 64.
66. *Ibid.*, p. 139 ; et FMI, *Greece : Staff Report on Request for Stand-By Arrangement,* IMF Country Report n° 10/ 110, 2010.

CHAPITRE 15 – À L'ÈRE DE LA DETTE

1. À ce propos, voir http://www.foxnews.com/story/2010/02/12/glenn-beck-is-us-doomed-to-follow-greece-into-crisis.html.
2. C. M. Reinhart et K. Rogoff, *This Time Is Different, Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, NJ : Princeton University Press, 2009 ; et C. M. Reinhart et K. S. Rogoff, « Growth in a Time of Debt », NBER Working Paper 15639, 2010.
3. J. Cassidy, « The Reinhart and Rogoff Controversy : A Summing Up », *The New Yorker,* 26 avril 2013.
4. C. M. Reinhart et K. Rogoff, « Why We Should Expect Low Growth Amid Debt », *Financial Times,* 28 janvier 2010.
5. « Germans Say Euro Zone mai Have to Expel Greece : Poll », *Reuters,* 14 février 2010.
6. N. Irwin, *The Alchemists,* p. 237-238.
7. G. Osborne, « The Threat of Rising Interest Rates Is a Greek Tragedy We Must Avoid », *The Telegraph,* 21 décembre 2009.
8. P. Habbard, « The Return of the Bond Vigilantes », 7 mars 2012, http://www.ituc-csi.org/IMG/pdf/1203t_bond.pdf ; et S. Johnson, « Bond Fund Managers Brave "The Ring of Fire" », *Financial Times,* 7 février 2010.
9. A. Stratton, « Top Economists Attack Labour Plan to Tackle Britain's Budget Deficit », *The Guardian,* 14 février 2010.
10. Lord Skidelsky *et al.,* « Letter : First Priority Must Be to Restore Robust Growth », *Financial Times,* 18 février 2010.
11. P. Wintour, « Mervyn King Shaped Tough Deficit Policy – But Was It Political Bias ? », *The Guardian,* 30 novembre 2010.
12. D. Laws, *22 Days in May : The Birth of the Lib Dem- Conservative Coalition,* Londres : Biteback Publishing, 2010 ; et N. Irwin, *The Alchemists,* p. 244.
13. P. Wintour, « Mervyn King : I Gave Nick Clegg No New Information on Debt Crisis », *The Guardian,* 28 juillet 2010.
14. S. Wren-Lewis, « The Austerity Con », *London Review of Books* 37, n° 4, (2015), p. 9-11.
15. N. Irwin, *The Alchemists,* p. 248-249.
16. P. Krugman, « More on Invisible Bond Vigilantes », *New York Times* (blog), 10 novembre 2012.
17. N. Watt, « David Cameron Makes Leaner State a Permanent Goal », *The Guardian,* 12 novembre 2013.
18. ONS, « Statistical Bulletin : Public Sector Employment, UK : septembre 2016 », https://www.ons.gov.uk/employmentandlabourmarket/peopleinwork/publicsec
19. T. Crewe, « The Strange Death of Municipal England », *London Review of Books,* vol. XXXVIII, n° 24 (2016), p. 6-10. Pour une présentation sans concession de l'impact de l'austérité sur l'État-providence britannique, voir les essais dans V. Cooper et D. Whyte, éd., *The Violence of Austerity*, Londres, Pluto Press, 2017.
20. T. Clark, *Hard Times,* p. 180-191.

21. Éditorial, « The Risks and Rewards of George Osborne's Austerity », *Financial Times,* 21 juillet 2015.
22. S. Stein, « Peter Orszag, Former Top Obama Adviser, Takes Issue with Portrayal in New Book », *Huffington Post,* 24 février 2012, www.huffingtonpost.com.
23. R. Kuttner, *Presidency in Peril,* p. 207.
24. « Obama's State of the Union Transcript 2010 : Full Text », *Politico,* 27 janvier 2010.
25. P. Krugman, « Obama Liquidates Himself », *New York Times,* 26 janvier 2010.
26. J. Geraghty's *National Review* blog cité dans « How the Austerity Class Rules Washington », *Nation,* 19 octobre 2011.
27. H. Yeager, « Circling Back on the Orszag Story », *Columbia Journalism Review,* vol. IX, janvier 2010.
28. B. Bernanke, *Mémoires de crise,* p. 504 ; et L. Elliott, « It's Too Soon for Austerity, Ben Bernanke Tells Congress », *The Guardian,* 22 juillet 2010.
29. E. Luce, « US Deficit Key to Orszag Departure », *Financial Times,* 25 juin 2010.
30. T. Skocpol et V. Williamson, *The Tea Party and the Remaking of Republican Conservatism,* Oxford : Oxford University Press, 2012.
31. G. C. Jacobson, « The Republican Resurgence in 2010 », *Political Science Quarterly,* 126, n° 1 (2011), p. 27-52.
32. S.-A. Mildner et J. Howald, « Jumping the Fiscal Cliff : The Political Economy of Fiscal Policy – Making under President Obama », *CESifo Forum*, juin 2013.
33. T. E. Mann et N. J. Ornstein, *It's Even Worse Than It Looks : How the American Constitutional System Collided with the New Politics of Extremism*, New York : Basic Books, 2016, p. 9-10.
34. Q. Peel, « Merkel Spells Out €80bn Spending Cuts », *Financial Times,* 8 juin 2010.
35. OECD, « Budget Deficits : What Governments Are Doing » (2010), http://www.oecd.org/germany/budgetdeficitswhatgovernmentsaredoing.htm.
36. « German Government Agrees on Historic Austerity Program », *Spiegel Online,* 7 juin 2010.
37. Q. Peel, « Merkel Spells Out €80bn Spending Cuts ».
38. D. Mara et A. Bowen, « German Government Unveils Unprecedented Austerity Plan », *Deutsche Welle,* 7 juin 2010.
39. A. Beattie et Q. Peel, « Scene Set for G20 Battle over Fiscal Strategy », *Financial Times,* 24 juin 2010.
40. W. Schäuble, « Maligned Germany Is Right to Cut Spending », *Financial Times,* 23 juin 2010.
41. L. Summers et T. Geithner, « Our Agenda for the G-20 », *The Wall Street Journal,* 23 juin 2010.
42. J. Calmes et S. Chan, « Leaders at Summit Turn Attention to Deficit Cuts », *New York Times,* 26 juin 2010.
43. OECD, « Employment : Job Creation Must Be a Top Priority in Months Ahead, Says OECD's Gurria », 7 juillet 2010, http://www.oecd.org/newsroom/employmentjobcreationmustbeatoppriorityin

44. H. Zimmermann, « A Grand Coalition for the Euro : The Second Merkel Cabinet, the Euro Crisis and the Elections of 2013 », *German Politics,* vol. XXIII, n° 4, 2014, p. 322-336.
45. C. Bastasin, *Saving Europe,* p. 221-235.
46. G. Papaconstantinou, *Game Over,* p. 2352-2365 de l'édition Kindle.
47. IMF Country Report 11/ 68, mars 2011.
48. Bank of Greece, « The Chronicle of the Great Crisis : 2008-2013, http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/The%20Chronicle%20Of%20The%20C
49. CEBS, « EBA Aggregate Outcome of the 2010 EU Wide Stress Test », 23 juillet 2010, https://www.eba.europa.eu/documents/10180/15938/Summaryreport.pdf/9503 7b52-4530–afe1–f067a895d163.
50. A. Blundell-Wignall et P. Slovik, « The EU Stress Test and Sovereign Debt Exposures », OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, n° 4, OECD Financial Affairs Division, 2010.
51. Le fait que les tests d'effort européens ne disposaient pas du soutien de systèmes clairs de recapitalisation est mis en lumière par T. Santos, « El Diluvio : The Spanish Banking Crisis, 2008-2012 », manuscript 2017, Columbia Business School, Columbia University.
52. L. Thomas Jr., « Greek Bonds Lure Some, Despite Risk », *New York Times,* 28 septembre 2011.
53. C. Bastasin, *Saving Europe,* p. 259.
54. V. Acharya et S. Steffen, « The Banking Crisis as a Giant Carry Trade Gone Wrong ».
55. B. H. Cohen, « How Have Banks Adjusted to Higher Capital Requirements ? », *BIS Quarterly Review,* 2013, p. 25.
56. *Report of the Joint Committee of Inquiry into the Banking Crisis,* Houses of the Oireachtas (Inquiries, Privileges and Procedures) Act, 2016.
57. C. Gleeson, « Ireland's Austerity Budgets », *Irish Times,* 13 décembre 2013.
58. P. Blustein, *Laid Low,* p. 157.
59. G. Wiesmann, « Merkel Seeks to Pull Bondholders into Rescues », *Financial Times,* 24 novembre 2010.
60. K. Bennhold, « At Deauville, Europe Embraces Russia », *New York Times,* 18 octobre 2010.
61. C. Forelle, D. Gauthier-Villars, B. Blackstone et D. Enrich, « As Ireland Flails, Europe Lurches Across the Rubicon », *The Wall Street Journal,* 27 décembre 2010.
62. H. Zimmermann, « A Grand Coalition for the Euro ».
63. L. Barber et R. Atkins, FT interview transcript : Mario Draghi, *Financial Times,* 18 décembre 2011.
64. A. Mody, « The Ghost of Deauville », *VoxEU,* 7 janvier 2014.
65. *Report of the Joint Committee of Inquiry into the Banking Crisis*, Dublin : Houses of the Oireachtas, 2016, https://inquiries.oireachtas.ie/banking/.
66. L. O'Carroll, « Ireland's Central Bank Governor Confirms IMF Loan on Its

Way », *The Guardian,* 18 novembre 2010.

67. « Jean-Claude Trichet Letter to Brian Lenihan », *Irish Times,* 6 novembre 2014.
68. Éditorial, « Was It for This ? », *Irish Times,* 18 novembre 2010.
69. M. Sandbu, *Europe's Orphan,* p. 104.
70. A. Chopra, « Lessons from Ireland's Financial Crisis », 2015, https://www.youtube.com/watch ?v=6XDomfai7DY.
71. P. Spiegel, « Draghi's ECB Management : The Leaked Geithner Files », *Financial Times,* 11 novembre 2014.
72. *Report of the Joint Committee of Inquiry into the Banking Crisis,* Houses of the Oireachtas.
73. M. Matthijs et M. Blyth, « When Is It Rational to Learn the Wrong Lessons ? Technocratic Authority, Social Learning, and Euro Fragility », *Perspectives on Politics*, 2017, p. 1-17.
74. B. Eichengreen, *Hall of Mirrors,* p. 302-311.
75. B. Bernanke, *Mémoires de crise,* p. 482-496.
76. Voir l'analyse rétrospective lucide de N. Kocherlakota de la Fed de Minneapolis, « The Fed's Unspoken Mandate : It Wants to Be "Normal", and That's Bad for Most Americans », 13 juin 2017, https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-06-13/the-fed-s-unspoken-mandate.
77. « Fed Doubted QE2 Impact, Worried over "Currency War" Perception », *Reuters,* 15 janvier 2016.
78. G. Beck, transcription, Fox News, 3 novembre 2010 ; N. Irwin, *The Alchemists,* p. 409 ; et A. S. Blinder, *After the Music Stopped,* p. 248-256.
79. D. Morgan, « Palin Tells Bernanke to "Cease and Desist" », *Reuters,* 8 novembre 2010 ; et C. Asness *et al.,* « Open Letter to Ben Bernanke », *The Wall Street Journal,* 15 novembre 2010.
80. J. Wheatley et P. Garnham, « Brazil in "Currency War" Alert », *Financial Times,* 27 février 2010.
81. N. Irwin, *The Alchemists,* p. 257.
82. « Interview with German finance minister Schäuble, The US Has Lived on Borrowed Money for Too Long », *Spiegel Online,* 8 novembre 2010 ; et « Global Anger Swells at US Fed Actions », *Reuters, 5* novembre 2010.
83. R. Atkins, « Germany Attacks US Economic Policy », *Financial Times,* 7 novembre 2010.
84. B. S. Bernanke, « Federal Reserve Policy in an International Context », *IMF Economic Review* 65, n° 1,2017, p. 5-36.
85. « UPDATE 2-Geithner : Pékin Supportive of G20 Rebalancing Effort », *Reuters,* 8 novembre 2010.
86. D. Morgan, « Palin Tells Bernanke to "Cease and Desist" ».
87. R. Neil, « Non-US Banks' Claims on the Federal Reserve », *BIS Quarterly Review,* mars 2014 ; et C. Choulet, « QE and Bank Balance Sheets : The American Experience », BNP Paribas, *Conjoncture* 7 et 8, juillet/ août 2015, p. 3-19.

CHAPITRE 16 – UN MONDE SANS G

1. P. Krugman et R. Wells, « Where Do We Go from Here ? », *New York Review of Books,* 13 janvier 2011 ; P. Krugman, « The Intimidated Fed », *New York Times,* 28 avril 2011 ; et P. Krugman, « Against Learned Helplessness », *New York Times,* 29 mai 2011.
2. P. Krugman, « The Mistake of 2010 », *New York Times,* 2 juin 2011.
3. « Playboy Interview : Paul Krugman », *Playboy,* 15 février 2012.
4. A. Etzioni, « No Marshall Plan for the Middle East », *Prism* 3, n° 1 (2011), p. 75-86.
5. T. Duncan, « The Federal Reserve Is Causing Turmoil Abroad », *The Wall Street Journal,* 23 février 2011.
6. « Blood on Bernanke's Hands », *Mish's Global Economic Trend Analysis,* 27 janvier 2011, http://globaleconomicanalysis.blogspot.com/2011/01/blood-on-bernankes-hands-riots-in-egypt.html.
7. P. Krugman, « Droughts, Floods and Food », *New York Times,* 6 février 2011.
8. I. Bremmer et N. Roubini, « AG-Zero World : The New Economic Club Will Produce Conflict, Not Cooperation », *Foreign Affairs* 90,2011, 2.
9. J. M. Magone, « Portugal Is Not Greece », *Perspectives on European Politics and Society* 15.3,2014, p. 346-360.
10. S. Hessel, *Indignez-Vous !*, Paris, Indigène éditions, 2010.
11. E. Castañeda, « The Indignados of Spain : A Precedent to Occupy Wall Street », *Social Movement Studies* 11,3-4 2012, p. 309-319.
12. « "We Are Not Goods on Politicians and Bankers' Hands" – A Letter from Spain », 13 juin 2011, http://www.fondation-bourdieu.org/index.php?id=20&tx_ttnews %5Btt_news%5D=40&.
13. J. M. Antentas, « Spain : The Indignados Rebellion of 2011 in Perspective », *Labor History* 56.2, 2015, p. 136-160.
14. A. A. Ellinas, « The Rise of Golden Dawn : The New Face of the Far Right in Greece », *South European Society and Politics* 18, n° 4 2013, p. 543-565.
15. N. Hughes, « "Young People Took to the Streets and All of a Sudden All of the Political Parties Got Old" : The 15M Movement In Spain », *Social Movement Studies* 10, n° 4, 2011, p. 407-413 ; et M. Kaika et K. Lazaros, « The Spatialization of Democratic Politics : Insights from Indignant Squares », *European Urban and Regional Studies* 23, n° 4,2016, p. 556-570.
16. E. Romanos, « Evictions, Petitions and Escraches : Contentious Housing in Austerity Spain », *Social Movement Studies* 13, n° 2, 2014, p. 296-302.
17. Emprunté aux manifestations qui, en Argentine, visaient à dénoncer les tortionnaires du régime militaire, S. Kaiser, « Escraches : Demonstrations, Communication and Political Memory in Post-Dictatorial Argentina », *Media, Culture & Society* 24, n° 4 2002, p. 499-516.
18. W. Streeck, *Buying the Time : The Delayed Crisis of Democratic Capitalism* Londres : Verso, 2014, p. 116.
19. M. Kaldor et S. Selchow, « The "Bubbling Up" of Subterranean Politics in

Europe », *Journal of Civil Society* 9, n° 1, 2013, p. 78-99.

20. Pour une analyse en profondeur de la nouvelle rhétorique de Tsipras sur le peuple, voir J. B. Judis, *The Populist Explosion*, New York, Columbia Global Reports, 2016, p. 1516-1517 de l'édition Kindle. Pour un point de vue d'extrême gauche, voir K. Ovenden, *Syriza : Inside the Labyrinth*, Londres, Pluto Press, 2015.
21. C. Delclós, *Hope Is a Promise*, Londres, Zed Books, 2015.
22. D. Hancox, « Why Ernesto Laclau Is the Intellectual Figurehead for Syriza and Podemos », *The Guardian,* 9 février 2015.
23. P. Iglesias, *Politics in a Time of Crisis : Podemos and the Future of European Democracy*, Londres, Verso, 2015, p. 61.
24. P. Krugman, « The Expansionary Austerity Zombie », *New York Times,* 20 novembre 2015.
25. C. Forelle et M. Walker, « Dithering at the Top Turned EU Crisis to Global Threat », *The Wall Street Journal,* 29 décembre 2011.
26. G. Papaconstantinou, *Game Over,* p. 3083-3095 de l'édition Kindle.
27. C. Bastasin, *Saving Europe*, p. 223.
28. R. Atkins, « ECB Raises Rates for First Time Since 2008 », *Financial Times,* 7 avril 2011 ; et R. Atkins, « ECB Raises Interest Rates to 1.5 % », *Financial Times,* 7 juillet 2011.
29. J. Stark, « ECB Must Favour No Nation », *Financial Times,* 30 mars 2011.
30. C. Bastasin, *Saving Europe*, p. 268 ; D. Gabor, « Power of Collateral », p. 27 ; et D. M. Woodruff, « Governing by Panic : The Politics of the Eurozone Crisis », *Politics & Society* 44.1,2016, p. 81-116.
31. Bank of England, *Financial Stability Report*, décembre 2011.
32. P. Garheim, « Traders "Short" Dollar as Currency Loses Attraction », *Financial Times,* 7 mars 2011 ; et C. Comstock, « Check Out the Hedge Funds Profiting Off Big Europe Shorts », *Business Insider, 5* août 2011.
33. Pour une dissection analytique de la discussion, voir M. Sandbu, *Europe's Orphan,* p. 118-122, et W. Schelkle, *Political Economy of Monetary Solidarity,* p. 266-302.
34. Pour une remarquable et exhaustive bibliographie multilingue sur le débat, consulter le site du professeur Sinn, http://www.hanswernersinn.de/en/controversies/TargetDebate.
35. W. Jacoby, « Germany and the Eurocrisis : The Timing of Politics and the Politics of Timing », ACES Cases, n° 2014.3, 2014.
36. C. Forelle et M. Walker, « Dithering at the Top », *The Wall Street Journal,* 29 décembre 2011.
37. C. Reiermann, « Greece Considers Exit from Euro Zone », *Spiegel Online,* 6 mai 2011 ; et « Bailing Out the Bail-out », *The Economist,* 9 mai 2011.
38. C. Forelle, « Luxembourg Lies on Secret Meeting », *The Wall Street Journal,* 9 mai 2011 ; et V. Pop, « Eurogroup Chief : "I'm for Secret, Dark Debates" », 21 avril 2011, https://euobserver.com/economic/32222.
39. P. Blustein, *Laid Low,* p. 201.
40. « No Country Is an Island : Ireland and the IMF », *IMF* (blog), 14 juillet 2011, https://blogs.imf.org/2011/07/14/no-country-is-an-island-ireland-and-the-imf/.

41. N. Véron, « The IMF's Role in the Euro Area Crisis : Financial Sector Aspects », *IEO Background Paper* BP/ 16-02/ 10, FMI, 2016.
42. D. Strauss-Kahn, « Crisis Management Arrangements for a European Banking System », discours, Bruxelles, 19 mars 2010, https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp031910.
43. P. J. Williams, « L'Affaire DSK : Presumption of Innocence Lost », *Nation,* 24 mai 2011.
44. P. Wilkinson, « Sarkozy Party Chief Denies DSK "Plot Claim" », CNN, 28 novembre 2011.
45. M. Nass, « USA wollen mehr deutsche Verlässlichkeit », *Die Zeit,* 5 juin 2011.
46. IMF Country Report 11/ 175, juillet 2011.
47. A. Faiola et H. Schneider, « Debt Crisis Threatens Italy, One of Euro Zone's Biggest Economies », *The Washington Post,* 12 juillet 2011 ; et S. Castle, « Italian Debt Adds to Fears in Euro Zone », *New York Times,* 10 juillet 2011.
48. O. Helgadóttir, « The Bocconi Boys Go to Brussels : Italian Economic Ideas, Professional Networks and European Austerity », *Journal of European Public Policy* 23, n° 3 (2016), p. 392-409 ; et M. Blyth, *Austerity : The History of a Dangerous Idea,* Oxford, Oxford University Press, 2013, p. 170-171.
49. A. Friedman, *Berlusconi : The Epic Story of the Billionaire Who Took Over Italy,* New York, Hachette, 2015.
50. S. Braghiroli, « The Italian Local Elections of 2011 : Four Ingredients for a Political Defeat », *Bulletin of Italian Politics* 3, n° 1, 2011, p. 137-157.
51. « Helmut Kohl rechnet mit Merkels Europapolitik ab », *Spiegel Online,* 17 juillet 2011.
52. T. Alloway, « Goldman Answers 10 Questions on Italy », *Financial Times,* 18 juillet 2011.
53. C. Bastasin, *Saving Europe,* p. 313.
54. ETF, « Market- Implied Default Probabilities and Credit Indexes », 30 décembre 2011, http://www.etf.com/publications/journalofindexes/joi-articles/10605–market-implied-default-probabilities-and-credit-indexes.html?nopaging=1.
55. L. Thomas Jr., « Pondering a Dire Day : Leaving the Euro », *New York Times,* 12 décembre 2011.
56. R. De Bock, « What Happens in Emerging Markets If Recent Bank and Portfolio Inflows Reverse ? », FMI, 15 avril 2012.
57. J. Barthélémy, V. Bignon et B. Nguyen, « Illiquid Collateral and Bank Lending During the European Sovereign Debt Crisis », *Mimeo,* 2017.
58. C. Bastasin, *Saving Europe,* p. 293.
59. G. Wearden, « European Debt Crisis Meeting », *The Guardian,* 21 juillet 2011.
60. P. Blustein, *Laid Low,* p. 227.
61. Une affirmation confirmée par l'analyse économique, qui suggère que la réducation a, en fait, été minime. J. Zettelmeyer, C. Trebesch et M. Gulati, « The Greek Debt Restructuring : An Autopsy », *Economic Policy* 28, n° 75, 2013, p. 513-563.
62. Pour en savoir plus, « EU Leaders Must Now Persuade Investors That New Drive

Can Work », 22 juillet 2011, http://business.financialpost.com/news/economy/eu-leaders-must-now-persuade-investors-that-new-drive-can-work.

63. R. Milne et J. Wilson, « Deutsche Bank Hedges Italian Risk », *Financial Times,* 26 juillet 2011.
64. V. Damiani, « Italian Prosecutor Investigates Deutsche Bank over 2011 Bond Sale », *Reuters,* 6 mai 2016.
65. T. E. Mann et N. J. Ornstein, *It's Even Worse Than It Looks,* 2e éd., New York, Basic Books, 2016.
66. US Treasury, « As US Reaches Debt Limit, Geithner Implements Additional Extraordinary Measures », 16 mai 2011, https://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/Geithner-Implements-Additional-Extraordinary-Measures-to-Allow-Continued-Funding-of-Government-Obligations.aspx.
67. G. Sargent, « Nonstop Chatter About Deficit Does Nothing to Reassure People About Economy », *The Washington Post,* 28 avril 2011.
68. P. Wallsten, L. Montgomery et S. Wilson, « Obama's Evolution : Behind the Failed "Grand Bargain" on the Debt », *The Washington Post,* 17 mars 2012.
69. « Trillion Dollar Coin », https://en.wikipedia.org/wiki/Trillion_dollar_coin.
70. « Debt Limit Analysis », juillet 2011, http://cdn.bipartisanpolicy.org/wp-content/uploadssites/default/files/DebtLimitAnalysis.pdf.
71. N. Krishnan, A. Martin et A. Sarkar, « Pick Your Poison : How Money Market Funds Reacted to Financial Stress in 2011 », *Liberty Street Economics* (blog), 2013.
72. D. A. Austin et R. S. Miller, « Treasury Securities and the US Sovereign Credit Default Swap Market », *CRS Report for Congress*, no 7-5700, 2011.
73. K. Drum, « Quote of the Day : Hostages and Ransom Demands », *Mother Jones,* 3 août 2011, http://www.motherjones.com/kevin-drum/2011/08/quote-day-hostage-and-ransom-notes.
74. « Origins of the Debt Showdown », *The Washington Post,* 6 août 2011.
75. « US Credit Rating Downgraded », *The Economist,* 3 août 2011.
76. « Research Update : United States of America Long- Term Rating Lowered to 'AA+' », 6 août 2011, http://www.standardandpoors.com/en_AP/web/guest/article/-/view/sourceId/6802837.
77. US Treasury, « Just the Facts », 6 août 2011, https://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/Just-the-Facts-SPs-2-Trillion-Mistake.aspx.
78. M. Walker, D. Paletta et B. Blackstone, « Global Crisis of Confidence », *The Wall Street Journal*, 13 août 2011.
79. « FBI Documents Reveal Secret Nationwide Occupy Monitoring », 21 décembre 2012, http://www.justiceonline.org/fbi_files_ows.
80. « Media Coverage of Occupy vs. Tea Party », 21 octobre 2011, http://www.journalism.org/numbers/tale-two-protests/.
81. M. A. Gould- Wartofsky, *The Occupiers : The Making of the 99 Percent Movement,* Oxford, Oxford University Press, 2015.

82. E. Addly, « Occupy Movement : From Local Action to a Global Howl of Protest », *The Guardian,* 17 octobre 2011.

83. J. Zeley et M. Thee-Brenan, « New Poll Finds a Deep Distrust of Government », *New York Times,* 25 octobre 2011 ; et « Americans' Approval of Congress Drops to Single Digits », *New York Times,* 25 octobre 2011.

CHAPITRE 17 – CERCLE VICIEUX

1. « Pressestatements », 1er septembre 2011, https://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Mitschrift/Presse 09-01-merkel-coelho.html.
2. V.A. Schmidt et M. Thatcher, « Why Are Neoliberal Ideas So Resilient in Europe's Political Economy ? », *Critical Policy Studies* 8, n° 3, 2014, p. 340-347.
3. Q. Peel, « Germany and the Eurozone : Besieged in Berlin », *Financial Times,* 26 septembre 2011.
4. « Merkel im Bundestag : Die grösste Belastungsprobe, die es je gab », *Die Zeit,* 26 octobre 2011.
5. Comme l'a expliqué F. Fukuyama, *The End of History and the Last Man*, New York, Free Press, 1992.
6. Présentation convaincante dans W. Streeck, *Buying Time.*
7. G. Dinmore et R. Atkins, « ECB Letter Shows Pressure on Berlusconi », *Financial Times,* 29 septembre 2011.
8. E. Lobina et R. Cavallo, « The Campaign Against Water Privatisation in Italy », 2011, https://research.ncl.ac.uk/media/sites/researchwebsites/gobacit/Emanuele%20L
9. G. Angiulli, « The State of Emergency in Italy », University of Trento, 2009, mimeo, http://www.jus.unitn.it/cocoa/papers/PAPERS%204TH%20PDF%5CEmergency%
10. G. Tremlett, « Spain Changes Constitution to Cap Budget Deficit », *The Guardian,* 26 août 2011.
11. Cité dans G. Hewitt, *The Lost Continent : The Inside Story of Europe's Darkest Hour Since World War Two*, Londres, Hodder & Stoughton, 2013, p. 184.
12. « Financial Markets in Early Août 2011 », ECB, *Monthly Bulletin,* septembre 2011.
13. C. Bastasin, *Saving Europe,* p. 306 ; et V. Constancio, « Contagion and the European Debt Crisis », *Financial Stability Review* 16, 2012, p. 109-121.
14. M. Schlieben et L. Caspari, « Merkels Mehrheit für einen Tag », *Die Zeit,* 29 septembre 2011.
15. J. Ewing et N. Kulish, « A Setback for the Euro Zone », *New York Times,* 9 septembre 2011.
16. S. Fidler, « EFSF Leverage : A Rundown », *The Wall Street Journal,* 27 septembre 2011.
17. FMI, *Global Financial Stability Report*, Washington, DC, FMI, 2009.
18. C. Lagarde, « "Global Risks Are Rising, But There Is a Path to Recover" », 27 août 2011, https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp082711.
19. IIF, *The Cumulative Impact on the Global Economy of Changes in the Financial Regulatory Framework,* septembre 2011.
20. B. Masters et T. Braithwaite, « Tighter Rules on Capital : Bankers Versus Basel », *Financial Times,* 2 octobre 2011.
21. « Federal Reserve Aid to the Eurozone : Its Impact on the US and the Dollar », https://archive.org/stream/gov.gpo.fdsys.CHRG-112hhrg75083/CHRG-

112hhrg75083_djvu.txt.22. Bespoke Investment Group, « A Look at Bank and Broker Credit Default Swap Prices », seekingalpha.com, 15 février 2017.

22. Bespoke Investment Group, « A Look at Bank and Broker Credit Default Swap Prices », seekingalpha.com, 15 février 2017.
23. T. Geithner, *Stress Test*, p. 474.
24. M. Krupa et J. Riedl, « Ach, die Maria ! », *Die Zeit,* 21 juin 2012.
25. T. Geithner, *Stress Test*, p. 473.
26. « EFSF Leverage Explained », 28 octobre 2011, https://www.macrobusiness.com.au/2011/10/efsf-leverage-explained/.
27. J. Chaffin, A. Barker et K. Hope, « Geithner Warns EU of "Catastrophic Risk" », *Financial Times,* 17 septembre 2011.
28. S. Castle, L. Story, « Advice on Debt ? Europe Suggests US Can Keep It », *New York Times,* 16 septembre 2011.
29. C. Giles, « Financial Institutions Stare into the Abyss », *Financial Times,* 22 septembre 2011.
30. L. Summers, « The World Must Insist That Europe Act », *Financial Times,* 18 septembre 2011.
31. H. Stewart, « Eurozone Ministers Under Pressure as Debt Crisis Dominates IMF Summit », *Financial Times,* 24 septembre 2011.
32. « IMF Survey : Lagarde Urges Collective Action to Restore Confidence », 15 septembre 2011, http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2011/NEW091511A.htm.
33. N. Whitbeck, « Dexia – Rise and Fall of a Banking Giant », *Les Études Du Club* n° 100, 2013.
34. V. Acharya et S. Steffen, « The Banking Crisis as a Giant Carry Trade Gone Wrong. ».
35. M. Sparkes et A. Wilson, « Debt Crisis : As It Happened », *The Telegraph,* 5 octobre 2011.
36. A. Lucchetti, « MF Global Told to Boost Capital », *The Wall Street Journal* , 17 octobre 2011 ; et Cause of Action, « The Collapse of MF Global : Summary & Analysis », https://causeofaction.org/wp-content/uploads/2013/06/MF-Global-Summary-and-Analysis1.pdf.
37. « Regierungserklärung », 26 octobre 2011, https://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Regierungserkla 10-27-merkel-eu-gipfel.html.
38. C. Bastasin, *Saving Europe,* p. 332 ; the remarkable blow-by-blow blog « Debt Crisis as It Happened », *The Telegraph,* 26 octobre 2011 ; et G. Papaconstantinou, *Game Over,* chapitre XIX.
39. R. Donadio et N. Kitsantoni, « Thousands in Greece Protest Austerity Bill », *New York Times,* 19 octobre 2011.
40. A. Visvizi, « The Crisis in Greece, Democracy, and the EU », 10 décembre 2012, https://www.carnegiecouncil.org/publications/ethics_online/0076/:pf_printable
41. Pour un récit de la rencontre de Cannes, voir P. Spiegel, *How the Euro Was Saved,* Londres, *Financial Times*, 2014.
42. « Lucas Papademos : A Man Who Tried to Rescue Greece », *BBC News,* 25 mai

2017.

43. P. Blustein, *Laid Low,* p. 271-276.
44. P. Spiegel, « Draghi's ECB Management : The Leaked Geithner Files », *Financial Times,* 11 novembre 2014.
45. T. Geithner, *Stress Test,* p. 476.
46. Pour un récit mettant l'accent sur la mort naturelle du mandat de Berlusconi et la légitimité du rôle de Napolitano, voir A. Benvenuti, « Between Myth and Reality : The Euro Crisis and the Downfall of Silvio Berlusconi », *Journal of Modern Italian Studies* 22.4,2017, p. 512-529.
47. M. Walker, C. Forelle et S. Meichtry, « Deepening Crisis over Euro Pits Leader Against Leader », *The Wall Street Journal,* 30 décembre 2011 ; et « Kissinger : "I Tell You What Napolitano Did in 2011 and 2014" », 26 novembre 2015, http://www.ilgiornale.it/news/cronache/kissinger-vi-dico-cosa-ha-fatto-napolitano-2011-e-2014-1198786.html.
48. A. Friedman, *Berlusconi*, p. 207-237.
49. « Profile : Mario Monti », *BBC News,* 18 février 2013.
50. G. Pastorella, *Technocratic Governments : Power, Expertise and Crisis Politics in European Democracies,* Ph.D. thesis, London School of Economics and Political Science, 2016.
51. S. Foley, « What Price the New Democracy ? », *The Independent,* 18 novembre 2011.
52. Entretien avec H. Knundani, septembre 2017.
53. P. Spiegel, « It Was the Point Where the Eurozone Could Have Exploded », *Financial Times,* 11 mai 2014.
54. E. Kuehnen et A. Breidthardt, « ECB Should Stay Out of EFSF Leveraging : Buba Chief », *Reuters,* 17 septembre 2011.
55. P. Spiegel, « It Was the Point Where the Eurozone Could Have Exploded. ».
56. « Klare Umfragemehrheit für Rot-Grün », *Die Zeit,* 16 décembre 2011.
57. P. Spiegel, « If the Euro Falls, Europe Falls », *Financial Times,* 15 mai 2014.
58. T. Durden, « Presenting Deutsche Bank's Pitchbook to the ECB to Go "All In" », *Zero Hedge* (blog), 15 novembre 2011.
59. « Germany's Central Bank Against the World », *Spiegel Online,* 15 novembre 2011.
60. « Germany Suffers "Disaster" at Bond Auction », *The Telegraph,* 23 novembre 2011.
61. R. Sikorski, « Poland and the Future of the European Union », 28 novembre 2011, http://www.mfa.gov.pl/resource/33ce6061–ec12-4da1–a145-01e2995c6302:JCR.
62. C. Bastasin, *Saving Europe*, 2e éd., p. 6847-7544 de l'édition Kindle.
63. C. Giles et G. Parker, « Osborne Urges Eurozone to "Get a Grip" », *Financial Times,* 20 juillet 2011 ; et A. Woodcock et D. Higgens, « Eurozone Crisis : David Cameron Calls for Action », *The Independent,* 2 décembre 2011.
64. I. Traynor et *al.*, « David Cameron Blocks EU Treaty with Veto, Casting Britain Adrift in Europe », *The Guardian,* 9 décembre 2011.
65. C. Bastasin, *Saving Europe,* p. 342-351.
66. Rapport Annuel de la Banque de France, Paris, 2011, 37, 92.

67. J. Daley, « Eurozone Crisis : The US Has to Ride to the Rescue Once Again », *The Telegraph,* 3 décembre 2011.
68. P. Spiegel, « If the Euro Falls, Europe Falls. ».
69. « FT Person of the Year : Mario Draghi », *Financial Times,* 13 décembre 2012 ; et A. Verdun, « Political Leadership of the European Central Bank », *Journal of European Integration* 39, n° 2 (2017), p. 207-221.
70. L. Barber et R. Atkins, *FT* interview transcript : Mario Draghi, *Financial Times,* 18 décembre 2011.
71. BCE, « Introductory Statement by Mario Draghi », 1er décembre 2011, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111201.en.html.
72. B. Blackstone, M. Karnitschnig et R. Thomson, « Europe's Banker Talks Tough », *The Wall Street Journal,* 24 février 2012 ; pour d'autres commentaires de Draghi sur le chômage, voir M. Draghi, « Unemployment in the Euro Area », https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2014/2014Draghi.pdf.
73. Pour en savoir plus, voir T. Barber et Atkins, *FT,* transcription d'interview : Mario Draghi.
74. Bastasin, *Saving Europe,* 343-345.
75. E. Kuehnen, « ECB Wall of Cash Averts Credit Crunch », *Reuters,* 27 février 2012, https://uk.reuters.com/article/us-ecb-m3/ecb-wall-of-cash-averts-credit-crunch-idUSTRE81Q0XP20120227.
76. J. Cotterill, « Keep On Carrying On LTROs », *Financial Times,* 7 octobre 2011 ; et « ECB Announces Details of Refinancing Operations from octobre 2011 », http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111006_4.en.html.
77. R. Atkins and T. Alloway, « ECB Launches New Support for Banks », *Financial Times,* 8 décembre 2011.
78. L. Barber et R. Atkins, *FT,* transcription d'interview : M. Draghi.
79. P. Jenkins, M. Watkins et R. Sanderson, « Draghi's Cash Tonic Makes Bank Smile », *Financial Times,* 1er mars 2012.
80. J. Plender, « Beware Sovereign Stress If ECB Backdoor Bet Backfires », *Financial Times,* 28 février 2012.
81. G. Wiesmann, P. Spiegel et R. Wigglesworth, « S& P Downgrades France and Austria », *Financial Times,* 14 janvier 2012.
82. « Merkel : World Needs a Decade to Recover from the Crisis », 7 novembre 2011, https://www.newsmax.com/t/finance/article/417090.

CHAPITRE 18 – QUOI QU'IL EN COÛTE

1. K. Hughes et L. Rojas, « G20 Pushes for Extra Steps from Europe on Crisis », 21 janvier 2012, http://www.livemint.com/Politics/JVBm6ECtqt9oBlHCDcRZ2L/G20–pushes-for-extra-steps-from-Europe-on-crisis.html.
2. « IMF Note on Global Economic Prospects and Policy Changes », 25 février 2012, https://www.imf.org/external/np/g20/022512.htm.
3. S. Böll *et al.*, « European Politicians in Denial as Greece Unravels », *Spiegel Online,* 30 janvier 2012.
4. P. Spiegel, « Inside Europe's Plan Z », *Financial Times,* 14 mai 2014.
5. B. McLannahan et K. Hille, « China and Japan Unite on IMF Resources », *Financial Times,* 19 février 2012.
6. S. Foxman, « European Firewall Capacity Raised to €800 Billion », *Business Insider*, 30 mars 2012, http://www.businessinsider.com/european-firewall-capacity-raised-to-800–billion-2012-3.
7. Pour une excellente analyse des négociations grecques au début de 2012, voir K. H. Roth, *Greece : What Is to Be Done ?*, Winchester, Zero Books, 2013.
8. G. Wiesmann et Q. Peel, « Berlin Split on Bail- out for Greece », *Financial Times,* 16 février 2012.
9. Ce qui suit s'inspire de J. Zettelmeyer, C. Trebesch et M. Gulati, « The Greek Debt Restructuring : An Autopsy », *Economic Policy* 28, n° 75, 2013, p. 513-563.
10. Y. Mouzakis, « Where Did All the Money Go ? », *Macropolis, 5* janvier 2015, http://www.macropolis.gr/?i=portal.en.the-agora.2080.
11. Pour en savoir plus, J. Schumacher et B. Weder di Mauro, « Diagnosing Greek Debt Sustainability : Why Is It So Hard ? », *Brookings Papers on Economic Activity,* 2015.
12. CADTM, « Evolution of the Greek Public Debt During 2010-2015 », http://www.cadtm.org/Evolution-of-the-Greek-public-debt.
13. FRED, « Current Price Gross Domestic Product in Greece », https://fred.stlouisfed.org/series/GRCGDPNADSMEI.
14. P. Spiegel, « Inside Europe's Plan Z ».
15. E. Dinas et L. Rori, « The 2012 Greek Parliamentary Elections : Fear and Loathing in the Polls », *West European Politics* 36, n° 1, 2013, p. 270-282.
16. P. Spiegel, « Greeks Urged to Run Poll as Vote on Euro », *Financial Times,* 17 mai 2012.
17. B. Clift, « Le Changement ? French Socialism, the 2012 Presidential Election and the Politics of Economic Credibility Amidst the Eurozone Crisis », *Parliamentary Affairs* 66, n° 1, 2013, p. 106-123 ; et N. Hewlett, « Voting in the Shadow of the Crisis : The French Presidential and Parliamentary Elections of 2012 », *Modern & Contemporary France* 20, n° 4, 2012, p. 403-420.
18. F. Hollande, *Le changement c'est maintenant*, Paris, *Libération,* 2012.
19. S. Erlanger, « Socialists' Victory in France Buttresses Hollande's Power », *New*

York Times, 17 juin 2012.

20. C. Ban, « Austerity Versus Stimulus ? Understanding Fiscal Policy Change at the International Monetary Fund Since the Great Recession », *Governance* 28, n° 2, 2015, p. 167-183.
21. D. Leigh et O. J. Blanchard, « Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers », IMF Working Paper 13/ 1, Washington, DC, 2013.
22. C. Luther, « Mit Hollande wird es Merkel nicht leicht haben », *Die Zeit,* 16 mai 2012.
23. S. Bajohr, « Die nordrhein- westfälische Landtagswahl vom 13. Mai 2012 : Von der Minderheit zur Mehrheit », *Zeitschrift für Parlamentsfragen*, 2012, p. 543-563.
24. « Landtag beschliesst Neuwahlen in NRW », *Die Zeit,* 14 mars 2012.
25. « Ein Sommer ohne Sonne », http://cicero.de/innenpolitik/ein-sommer-ohne-sonne/51299.
26. Economic Research St. Louis Fed, « Spain : Unemployment and the Crisis », https://research.stlouisfed.org/dashboard/770.
27. A. Cárdenas, « The Spanish Savings Bank Crisis : History, Causes and Responses », *IN3 Working Paper Series*, 2013 ; T. Santos, « Antes del Diluvio », 2017 et surtout le récit indispensable dans T. Santos, « El Diluvio : The Spanish Banking Crisis, 2008-2012 », manuscript, 2017, Columbia Business School, Columbia University.
28. F. Ortiz, « Newsmaker Rajoy Leans on Abrasive Economist in Spanish Crisis », CNBC, 25 octobre 2012, https://www.cnbc.com/id/100046357.
29. V. Mallet et M. Johnson, « The Bank That Broke Spain », *Financial Times,* 21 juin 2012.
30. FMI, « Global Economic Prospects and Policy Changes », 25-26 février 2012, https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/022512.pdf.
31. R. Minder, N. Kulish et P. Geitner, « Spain to Accept Rescue from Europe for Its Ailing Banks », *New York Times,* 9 juin 2012.
32. G. Tremlett, « Spain Issues Dramatic Messages of Impending Eurozone Doom », *The Guardian,* 14 juin 2012.
33. J. Pisani-Ferry, « Tim Geithner and Europe's Phone Number », *Bruegel,* 4 février 2013.
34. « G20 Summit : Leaders Alarmed over Eurozone Crisis », *BBC News,* 19 juin 2012.
35. « Can This Man Save Europe ? », *Time,* 20 février 2012.
36. N. Véron, « Tectonic Shifts », *Finance & Development* 51, n° 1, mars 2014.
37. P. Spiegel, « If the Euro Falls, Europe Falls. ».
38. E. Dinas et L. Rori, « The 2012 Greek Parliamentary Elections ».
39. M. Kaczmarek, « SPD-Troika : Fiskalpakt nicht antasten, aber ergänzen », 15 mai 2012, http://www.euractiv.de/section/wahlen-und-macht/news/spd-troika-fiskalpakt-nicht-antasten-aber-erganzen/.
40. C. Bastasin, *Saving Europe,* p. 8460 de l'édition Kindle.
41. D. G. Smith, « Merkel's Hard Line "Could Kill the Euro" », *Spiegel Online,* 28 juin 2012.

42. J. A. Emmanouilidis, « The Prospects of Ambitious Muddling Through », 2 juillet 2012, http://www.epc.eu/documents/uploads/pub_2765_post-summit_analysis_-_2_july_2012.pdf.
43. « German Dominance in Doubt After Summit Defeat », *Spiegel Online,* 2 juillet 2012.
44. C. Volkery, « Monti's Uprising », *Spiegel Online,* 29 juin 2012.
45. « Spanish Bank Borrowings from ECB Continue Parabolic Rise », 14 août 2012, http://www.zerohedge.com/news/spanish-bank-borrowings-ecb-continue-parabolic-rise.
46. S. P. Chan et R. Cooper, « Debt Crisis : As It Happened », *The Telegraph,* 24 juillet 2012.
47. A. Monaghan, « Sir Mervyn King Admits Policymakers Made "Major Mistakes" in Financial Crisis », *The Telegraph,* 27 juillet 2012.
48. Se confiant à un ami, Draghi eut recours à une expression italienne plus imagée. Voir C. Bastasin, *Saving Europe,* p. 8731 de l'édition Kindle. L'hostilité et l'incompréhension des commentateurs anglophones vis-à-vis de l'euro ont également été évoquées par J. Asmussen quelques semaines avant l'arrivée de Draghi à Londres. Voir J. Asmussen, « Building Trust in a World of Unknown Unknowns – Central Bank Communication Between Markets and Politics in the Crisis », discours au European Communication Summit 2012, Bruxelles, 6 juillet 2012.
49. BCE, « Verbatim of the Remarks Made by Mario Draghi », 26 juillet 2012, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html.
50. Pour en savoir plus, voir P. Carrel, N. Barkin et A. Breidthardt, « Special Report : Inside Mario Draghi's Euro Rescue Plan », *Reuters,* 25 septembre 2012.
51. « No Time to Lose », *Spiegel Online,* 30 juillet 2012.
52. « Schäuble Unmoved by Geithner's Pleas », *Deutsche Welle,* 31 juillet 2012 ; et G. Heller, « Geithner, Schaeuble Discuss Euro on Windy German Island », *Reuters,* 30 juillet 2012.
53. T. Geithner, *Stress Test,* p. 483.
54. « Draghi's ECB Management : The Leaked Geithner Files. ».
55. T. Geithner, *Stress Test,* p. 483.
56. P. Carrel, N. Barkin et A. Breidthardt, « Special Report : Inside Mario Draghi's Euro Rescue Plan », *Reuters,* 25 septembre 2012.
57. *Strippenzieher,* p. 96-97.
58. C. Gammelin et R. Löw, *Europas,* V. Pop, « China Urges Germany and France to Solve Euro- Crisis », 30 août 2012, https://euobserver.com/china/117376.
59. D. Lombardi, « The European Central Bank's Bond Buying Program », 25 septembre 2012, https://www.brookings.edu/opinions/the-european-central-banks-bond-buying-program-is-berlin-the-greatest-beneficiary/amp/.
60. C. Bastasin, *Saving Europe,* p. 8910-8912 de l'édition Kindle.
61. BCE, « Technical Features of Outright Monetary Transactions », 6 septembre 2012, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html.
62. FOMC, conférence de presse, 13 septembre 2012, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20120913.htm.

63. B. Bernanke, *Mémoires de crise,* p. 532.
64. A. Hall, « EU Summit : How Germany Reacted to Merkel's "Defeat" », *The Telegraph,* 30 juin 2012.
65. E. Helleiner, *The Status Quo Crisis : Global Financial Governance After the 2008 Meltdown,* Oxford, Oxford University Press, 2014.
66. D. W. Drezner, *The System Worked : How the World Stopped Another Great Depression*, Oxford, Oxford University Press, 2014.
67. C'est le discours du Prix Nobel T. J. Sargent's en décembre 2011 qui en est à l'origine. T. J. Sargent, « Nobel Lecture : United States Then, Europe Now », *Journal of Political Economy* 120, n° 1, 2012, p. 1-40. Voir également H. James et H.-W. Sinn, « Mutualisation and Constitutionalisation », *Vox EU*, 26 février 2013.
68. « Obama : US "The One Indispensable Nation in World Affairs" », 23 mai 2012, http://www.voanews.com/a/obama_tells_air_force_academy_us_is_one_indis
69. S. G. Brooks, G. J. Ikenberry et W. C. Wohlforth, « Don't Come Home, America : The Case Against Retrenchment », *Quarterly Journal : International Security* 37, n° 3, hiver 2012-2013), p. 7-51 ; et S. M. Walt, « More or Less », http://foreignpolicy.com/2013/01/02/more-or-less-the-debate-on-u-s-grand-strategy/.
70. B. Eichengreen, *Hall of Mirrors*.
71. https://www.facebook.com/notes/randy-fellmy/transcript-of-larry-summers-speech-at-the-imf-economic-forum-nov-8-2013/585630634864563/

CHAPITRE 19 – AMERICAN GOTHIC

1. *American Gothic,* nom, à la fois d'un célèbre tableau de Grant Wood, daté de 1930, montrant un paysan et sa fille, et de deux séries américaines, respectivement en 1995 et 2015, qui ont pour cadre une petite ville de province qui dissimule de lourds secrets (NdT).
2. https://www.youtube.com/watch?v=nYT-JIDJ-c.
3. T. J. Sugrue, *The Origins of the Urban Crisis : Race and Inequality in Postwar Detroit* 2e éd., Princeton, NJ, Princeton University Press, 2014.
4. L. Deng, E. Seymour, M. Dewar et J. Manning Thomas, « Saving Strong Neighborhoods from the Destruction of Mortgage Foreclosures : The Impact of Community- Based Efforts in Detroit, Michigan », *Housing Policy Debate*, 2017, p. 1-27.
5. C. MacDonald et J. Kurth, « Foreclosures Fuel Detroit Blight, Cost City $500 Million : Risky Loans Contribute to Swaths of Empty Homes, Lost Tax Revenue », *Detroit News*, juin 2015.
6. C. S. Chung, « Zombieland/ The Detroit Bankruptcy : Why Debts Associated with Pensions, Benefits, and Municipal Securities Never Die and How They Are Killing Cities Like Detroit », *Fordham Urban Law Journal* 41, 2014, p. 771-848.
7. J. Zeitz, « Born to Run and the Decline of the American Dream », *Atlantic,* 24 août 2015.
8. S. Lemke, *Inequality, Poverty and Precarity in Contemporary American Culture,* New York, Palgrave, 2016.
9. Pour cette citation de Summers et les suivantes, voir la retranscription de son discours dans D. Vinik, « Larry Summers Gave an Amazing Speech on the Biggest Economic Problem of Our Time », *Business Insider*, 17 novembre 2013.
10. C. Reinhart et K. Rogoff, *This Time Is Different.*
11. P. Krugman, « The Big Fail », *New York Times*, 6 janvier 2013.
12. L. H. Summers, « US Economic Prospects : Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound », *Business Economics* 49, no 2, 2014, p. 65-74.
13. On trouvera une analyse remarquable de la portée de l'argument de L.H. Summers dans B. DeLong, « Three, Four… Many Secular Stagnations », *Grasping Reality with Both Hands* (blog), 7 janvier 2017, http://www.bradford-delong.com/2017/01/three-four-many-secular-stagnations.html.
14. L. H. Summers, « The Inequality Puzzle : Piketty Book Review », *DEMOCRACY: A Journal of Ideas*, 32, printemps 2014.
15. E. Saez, « Striking It Richer : The Evolution of Top Incomes in the United States (mis à jour avec les estimations prévisionnelles de 2012) », université de Californie à Berkeley, 3 septembre 2013. http://eml.berkeley.edu//~saez/saez-UStopincomes-2012.pdf.
16. T. Piketty et E. Saez, « Income Inequality in the United States, 1913-1998 », *Quarterly Journal of Economics,* 118, 2003, p. 1-39.
17. E. Saez, « Striking It Richer », *op. cit.*
18. Le décalage s'expliquait par le fait que les très riches profitaient d'une lacune de

la législation fiscale remontant à l'époque Bush qui leur permettait de déclarer leurs revenus en 2012. En 2015, la part des 1 % dans la reprise n'était plus « que » de 52 %. G. Burtless, « Income Growth Has Been Negligible But (Surprise !) Inequality Has Narrowed Since 2007 », *Brookings,* 22 juillet 2016.

19. *Politico*, rédaction, « President Obama on Inequality (Transcript) », *Politico*, 4 décembre 2013.
20. G. Beauchamp et L. Nelson, « The Opioid Epidemic : A Brief History », juin 2017, PainandPSA.org.
21. Centers for Disease Control and Prevention, « Vital Signs : Overdoses of Prescription Opioid Pain Relievers – United States, 1999-2008 », *Morbidity and Mortality Weekly Report*, 60, 2011, p. 1487-1492.
22. A. Case et A. Deaton, « Rising Morbidity and Mortality in Midlife Among White Non-Hispanic Americans in the 21st Century », *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 112, n° 49, 2015, p. 15078-15083.
23. Voir par exemple R. Reich, *The Work of Nations : Preparing Ourselves for 21st Century Capitalism*, New York, Vintage, 2010.
24. W. Kimball et R. Scott, « China Trade, Outsourcing and Jobs », Economic Policy Institute, note d'information 385, 11 décembre 2014. Selon des estimations plus récentes, le nombre d'emplois perdus serait plus proche de deux millions. Voir D. H. Autor, D. Dorn et G. H. Hanson, « The China Shock : Learning from Labor-Market Adjustment to Large Changes in Trade », *Annual Review of Economics* , 8, 2016, p. 205-240.
25. D. Card et J. E. DiNardo, « Skill- Biased Technological Change and Rising Wage Inequality : Some Problems and Puzzles », *Journal of Labor Economics*, 20.4, 2002, p. 733-783.
26. R. Shapiro, « The Politics of Widening Income Inequality in the United States, 1977 to 2014 CBPP, Georgetown University, octobre 2017.
27. G. Sargent, « "There's Been Class Warfare for the Last 20 Years, and My Class Has Won" », *The Washington Post*, 30 septembre 2011.
28. M. J. Lee, « Buffett : My Plan to Tax the Rich », *Politico*, 15 novembre 2011.
29. J. Hayward, « The Smith Project », *Breitbart*, 3 février 2016, http://www.breitbart.com/big-government/2016/02/03/the-smith-project-a-look-at-the-new-american-insurgency/.
30. M. Phelan, « Building the House of Breitbart », *Jacobin*, 5 novembre 2016.
31. « The Corruption in Academic Economics : INET's Interview with Charles Ferguson », StopForeclosureFraud.com, 25 novembre 2012.
32. P. Krugman, « Challenging the Oligarchy », *New York Review of Books* , 17 décembre 2015.
33. P. Krugman, « Why Inequality Matters », *New York Times*, 15 décembre 2013.
34. Extrait de R. B. Reich, *Saving Capitalism : For the Many, Not the Few*, New York, Vintage, 2015, p. 19.
35. « Bernanke, Trichet, Brown Join Pimco Advisory Board », *Reuters,* 7 décembre 2015.
36. C. Goodhart et D. Schoenmaker, « The United States Dominates Global Investment Banking : Does It Matter for Europe ? » *Bruegel*, 7 mars 2016.
37. A. Schechter, « Market Power and Inequality : How Big Should Antitrust's Role

Be in Reducing Inequality ? », *ProMarket*, 14 juillet 2016 ; et E. Porter, « With Competition in Tatters, the Rip of Inequality Widens » 12 juillet 2016. Voir aussi la table ronde documentée par A. Schechter, « Is There a Connection Between Market Concentration and the Rise in Inequality ? », 5 mai 2017, https://promarket.org/connection-market-concentration-rise-inequality/.

38. « Too Much of a Good Thing », *The Economist*, 26 mars 2016.
39. J. Furman et P. Orszag, « A Firm- Level Perspective on the Role of Rents in the Rise of Inequality », (présenté lors du colloque du Centenaire « A Just Society » en l'honneur de Joseph Stiglitz à l'université Columbia, 16 octobre 2015), http://gabriel-zucman.eu/files/teaching/FurmanOrszag15.pdf.
40. H. M. Schwartz, « Wealth and Secular Stagnation : The Role of Industrial Organization and Intellectual Property Rights », *Russell Sage Foundation Journal*, 2.6, 2016, p. 226-249.
41. J. Kollewe, « "Political Crap" : Tim Cook Condemns Apple Tax Ruling », *The Guardian*, 1er septembre 2016.
42. P. Thiel, « Competition Is for Losers », *The Wall Street Journal* , 12 septembre 2014.
43. T. Piketty, *Capital in the Twenty-First Century*, Cambridge, MA : Harvard University Press, 2014. *Le capital au XXIe siècle*, Paris, Seuil, 2013.
44. R. Reich, « Income Inequality in the United States », (témoignage devant la Commission économique mixte, Congrès des États-Unis, 16 janvier 2014).
45. E. McMurry, « Fox's Hasselbeck Knocks Obama's "Class Warfare" Speech : "He *Is* the System" He Criticizes », *MEDIAite*, 5 décembre 2013.
46. S.A. Mildner et J. Howald, « Jumping the Fiscal Cliff : The Political Economy of Fiscal Policy-Making under President Obama », *CESifo Forum*, juin 2013.
47. R. T. Meyers, « The Implosion of the Federal Budget Process : Triggers, Commissions, Cliffs, Sequesters, Debt Ceilings, and Shutdown, *Public Budgeting & Finance* 34.4, 2014, p. 1-23.
48. http://www.fixthedebt.org/.
49. P. Orszag, « Too Much of a Good Thing », *New Republic*, 14 septembre 2011.
50. R. Kuttner, « Destroying the Economy and the Democrats », *American Prospect*, 5 avril 2013.
51. Jeu de mots sur *grassroots* et Astroturf, marque de gazon synthétique, en référence aux campagnes de communication orchestrées et secrètement financées par des entreprises privées, usurpant une identité citoyenne (NdT).
52. « Stacking the Deck : The Phony "Fix the Debt" Campaign », *Nation*, 20 février 2013.
53. « To Understand the Budget Debate, You Need to Understand the Sequester : Here's a Quick Primer », *New Republic*, 29 septembre 2013 ; et S.A. Mildner et J. Howald, « *Jumping the Fiscal Cliff* », *op. cit.*
54. N. Confessore, « Senate Passes First Budget in Four Years », *The Washington Post*, 23 mars 2013.
55. J. Bendery, « John Boehner on Debt Ceiling : Let's Pay China First, Then US Troops », *Huffington Post*, 8 mai 2013.
56. J. Cohn, « Don't Blame the Tea Party for the Shutdown. Blame Boehner », *New*

Republic, 30 septembre 2013.

57. S. M. Burwell, « Impacts and Costs of the Government Shutdown », White House archives, 7 novembre 2013.
58. R. Radosh, « Steve Bannon, Trump's Top Guy, Told Me He Was "a Leninist" », *Daily Beast,* 22 août 2016.
59. A. Crooke, « Steve Bannon's Apocalyptic "Unravelling" », *Consortium News,* 9 mars 2017.
60. G. Steinhauser, « Europe Enjoys "Shutdownfreude" over US Debt Troubles », *The Wall Street Journal,* 16 octobre 2013.
61. M. Hujer et D. Sander, « US Fumbling Puts China at Risk », *Der Spiegel,* 22 octobre 2013.
62. D. Roberts, « China's State Press Calls for "Building a de-Americanized World" », *Bloomberg Businessweek,* 14 octobre 2013.
63. M. Park, « US Shutdown : How the World Reacted », *CNN,* 1er octobre 2013.
64. R. McGregor, « Congressional Impasse on IMF Shows the Tight Spot Obama Is In », *Financial Times,* 27 janvier 2014.
65. J. Mayer, *Dark Money*, New York, Doubleday, 2016.
66. N. Hemmer, « The Chamber of Commerce Is Fed Up with the Tea Party », *U.S. News & World Report,* 31 décembre 2013.
67. P. Hamby, « Company Men : The US Chamber Flexes Its New Political Muscle », *CNN,* 22 juillet 2014, http://cnn.it/1tMAhvT.
68. E. Eichelberger, « How the Tea Party Is Causing Big Business to Back Democrats », *Mother Jones,* 15 septembre 2014.
69. A. Altman, « The US Chamber of Commerce Is Saving the GOP Establishment at Ballot Box », *Time*, 14 juillet 2014.

CHAPITRE 20 – SEVRAGE RATÉ

1. « Federal Reserve Board Announces Reserve Bank Income and Expense Data and Trans- fers to the Treasury for 2015 », communiqué de presse, Conseil des gouverneurs du Système de la Réserve fédérale, 11 janvier 2016.
2. Pour une analyse économétrique attentive reposant sur des données mondiales, voir M. Fratzscher, M. Lo Duca et R. Straub, « On the International Spillovers of US Quantitative Easing », *Economic Journal*, 2016, doi:10.1111/ecoj.12435.
3. « A Marriage of Convenience Comes to an End », *Financial Times*, 17 octobre 2014.
4. À propos de l'importance des rapports entre les fluctuations des taux d'intérêt et des taux de change, voir B. Bernanke, « Federal Reserve Policy in an International Context », *IMF Economic Review*, vol. LXV, n° 1, 2017, p. 5-36.
5. R. N. McCauley, P. McGuire et V. Sushko, « Dollar Credit to Emerging Market Economies », *Rapport trimestriel de la BRI*, 2015, p. 27.
6. « Zambia Raises $750 mln in Debut 10-Year Eurobond », *Reuters*, 13 septembre 2012.
7. R. Wigglesworth, « Zambia Makes Bond Market Return », *Financial Times*, 7 avril 2014.
8. « The Dollar's Strength Is a Problem for the World », *The Economist*, 3 décembre 2016.
9. K. Miyajima et I. Shim, « Asset Managers in Emerging Market Economies », *Rapport trimestriel de la BRI*, 14 septembre 2014.
10. FMI, « Chapitre III : Gestion d'actifs et stabilité financière », Rapport sur la stabilité financière dans le monde, avril 2015.
11. FMI, Rapport sur la stabilité financière dans le monde, avril 2015.
12. « The Never-Ending Story », *The Economist*, 14 novembre 2015.
13. À propos du cycle mondial du crédit, voir l'article d'Hélène Rey faisant autorité, d'après un exposé présenté en août 2013 à Jackson Hole : « Dilemma Not Trilemma : The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence », document de travail n° 21162 du NBER, mai 2015. À propos de l'évolution de la position du FMI sur les contrôles des mouvements de capitaux, voir Bulletin du FMI, « IMF Adopts Institutional View on Capital Flows », 3 décembre 2012, http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sopol120312a.
14. « Just in Case : Capital Controls Are Back as Part of Many Countries' Financial Armoury », *The Economist*, 13 octobre 2013.
15. C. Jones, R. Wigglesworth et J. Politi, « Fed Fights Back Against "Feral Hogs" », *Financial Times*, 24 juin 2013.
16. P. da Costa et A. Bull, « Bernanke Says More Progress Needed Before Stimulus Pullback », *Reuters*, 22 mai 2013.
17. « The Dollar's Strength Is a Problem for the World ».
18. K. Miyajima et I. Shim, « Asset Managers in Emerging Market Economies ».
19. K. Forbes, « Don't Rush to Blame the Fed », *New York Times*, 5 février 2014.
20. « Just in Case ».

21. A posteriori, Ben Bernanke défend vigoureusement la politique de la Fed dans « Federal Reserve Policy in an International Context », *IMF Economic Review*, vol. LXV, n° 1, 2017, p. 5-36.
22. J. Frankel, C. Reinhart et B. Zoellick, « The Fed and Emerging Markets : Another Crash? », Belfer Center, Harvard Kennedy School, 15 mai 2014.
23. B. Eichengreen et P. Gupta, « Tapering Talk : The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets », CEPR Policy Portal, 19 décembre 2013.
24. « Raghu's Reality Check », *The Economist*, 20 septembre 2013.
25. C. Tugal, *The Fall of the Turkish Model : How the Arab Uprisings Brought Down Islamic Liberalism*, New York, Verso, 2016, p. 3-5 de l'édition Kindle.
26. « Turkish Police Use Water Cannon to Disperse Remembrance Gathering », *The Guardian*, 22 juin 2013 ; et D. Dombey, « Erdogan Hits at Financiers in Effort to Quell Turkey Protests », *Financial Times*, 10 juin 2013.
27. D. Dombey, « Erdogan Says Same Forces Behind Brazil and Turkey Protests », *Financial Times*, 23 juin 2013.
28. M. Champion, « Is Erdogan's Turkey the Next Putin's Russia? », *Bloomberg*, 5 juin 2013.
29. « Fed Officials Rebuff Coordination Calls as assouplissement quantitatif Taper Looms », *Livemint*, 26 août 2013.
30. R. Harding *et al.*, « India's Raghuram Rajan Hits Out at Uncoordinated Global Policy », *Financial Times*, 30 janvier 2014.
31. « Fed Officials Rebuff Coordination Calls as assouplissement quantitatif Taper Looms ».
32. R. Harding, « Why Emerging Markets Are Unlikely to Sway the Fed », *Financial Times*, 2 février 2014.
33. « Federal Reserve Won't Consider Problems Abroad », *Boston Globe*, 26 août 2013.
34. P. da Costa et A. Bull, « Fed Surprises, Sticks to Stimulus as It Cuts Growth Outlook », *Reuters*, 18 septembre 2013.
35. A. Fontevecchia, « Bernanke Keeps the Printing Press at Full Speed as Taper Decision Likely to Fall on Yellen », *Forbes*, 30 octobre 2013.
36. K. Lansing et B. Pyle, « Persistent Overoptimism About Economic Growth », Bulletin économique de la Banque fédérale de réserve de San Francisco, 2 février 2015.
37. A. Kaletsky, « The Markets and Bernanke's "Taper Tantrums" », *Reuters*, 19 septembre 2013.
38. « BlackRock's Fink Says There Are "Bubble-Like Markets" Again », 29 octobre 2013, http://www.pionline.com/article/20131029/ONLINE/131029857/blackrocks-fink-says-there-are-bubble-like-markets-again.
39. « BlackRock Admits the Fed Is Causing "Tremendous Distortions" », ZeroHedge (blog), 19 août 2013.
40. W. Gross, « Survival of the Fittest ? », Investment Outlook, Pimco, octobre 2013.
41. *Ibid.*

42. T. Alloway, « A Marriage of Convenience Comes to an End », *Financial Times*, 17 octobre 2014.
43. *Ibid.*
44. D. Ranasinghe, « Best Performing Currency in September? India's Rupee », *CNBC*, 8 octobre 2013.
45. « Federal Reserve and Other Central Banks Convert Temporary Bilateral Liquidity Swap Arrangements to Standing Arrangements », Conseil des gouverneurs du Système de la Réserve fédérale, 31 octobre 2013 ; voir également une version française du communiqué, publiée par la Banque nationale suisse : https://www.snb.ch/fr/mmr/reference/pre_20131031_1/source/pre_20131031_1
46. L'analyse la plus approfondie de ce raisonnement est celle de P. Mehrling, « Elasticity and Discipline in the Global Swap Network », *International Journal of Political Economy*, vol. XLIV, n° 4, 2015, p. 311-324.
47. T. Nakamichi, « Japan to Double Indonesia, Philippines Swap Lines », *The Wall Street Journal*, 6 décembre 2013.
48. « Fed Officials Rebuff Coordination Calls as assouplissement quantitatif Taper Looms », *Livemint*, 26 août 2013.
49. E. Macaskill et G. Dance, « The NSA Files », *The Guardian*, 1er novembre 2013.

CHAPITRE 21 – « QUE L'UE AILLE SE FAIRE F... » : LA CRISE UKRAINIENNE

1. S. G. Brooks, G. J. Ikenberry et W. C. Wohlforth, « Don't Come Home, America : The Case Against Retrenchment », *International Security* 37, n° 3 (hiver 2012-2013), 7-51 ; et S. M. Walt, « More or Less : The Debate on US Grand Strategy », *Foreign Policy*, 2 janvier 2013.
2. M. Landler, *Alter Egos : Hillary Clinton, Barack Obama, and the Twilight Struggle over American Power* (New York: Random House, 2016) ; et K. Campbell, *The Pivot : The Future of American Statecraft in Asia*, New York, Twelve, 2016.
3. G. Resnick, « Inside the New Hillary Clinton Emails : All the Secretary's Yes Men », *Daily Beast,* 1er septembre 2015.
4. G. J. Ikenberry, « The Illusion of Geopolitics », *Foreign Affairs,* mai-juin 2014.
5. « Political Staple », *The Economist,* 2 décembre 2013. Sur l'arrière-plan de la compétition stratégique en Asie de l'Est, voir l'intéressante analyse de G. Rachman, *Easternization: Asia's Rise and America's Decline*, New York, Other Press, 2016.
6. J. Xi, « Gut für China, Europa und die Welt », *Frankfurter Allgemeine,* 28 mars 2014.
7. S. Farrell, « City of London Boosted by China Currency Trading Move », *The Guardian,* 18 juin 2014.
8. N. Watt, P. Lewis et T. Branigan, « US Anger at Britain Joining Chinese- Led Investment Bank AIIB », *The Guardian,* 12 mars 2015.
9. G. Rachman, « China's Money Magnet Pulls in US Allies », *Financial Times,* 16 mars 2015.
10. G. Dyer et G. Parker, « US Attacks UK's "Constant Accommodation" with China », *Financial Times,* 12 mars 2015.
11. *Ibid.*
12. G. Parker, A.-S. Chassany et G. Dyer, « Europeans Defy US to Join China- Led Development Bank », *Financial Times,* 16 mars 2015.
13. A. Stent, *The Limits of Partnership : U.S.- Russian Relations in the Twenty- First Century*, Princeton, NJ, Princeton University Press, 2014.
14. A. Clark, « Dmitry Medvedev Picks Silicon Valley's Brains », *The Guardian,* 23 juin 2010.
15. T. Kaplan, « Russia Blocks Yogurt Bound for US Athletes », *New York Times,* 5 février 2014.
16. R. Korteweg, « Mogherini's Mission : Four Steps to Make EU Foreign Policy More Strategic », Centre for European Reform, 19 janvier 2015.
17. *Spiegel*, « How the EU Lost Russia over Ukraine : Four Thousand Deaths and an Eastern Ukraine Gripped by War », *Der Spiegel,* 24 novembre 2014.
18. A. Åslund, « Ukraine's Choice : European Association Agreement or Eurasian Union ? », *Policy Brief* , 2013, p. 13-26.
19. R. Sakwa, *Frontline Ukraine : Crisis in the Borderlands*, New York, I. B. Tauris, 2015,

p.76.

20. *Ibid*.
21. R. Youngs, *Europe's Eastern Crisis : The Geopolitics of Asymmetry*, Cambridge, Cambridge University Press, 2017, p.54.
22. « How the EU Lost Russia over Ukraine » ; et « The Eu-Ukraine Association Agreement and Deep and Comprehensive Free Trade Area : What's It All About ? », http://eeas.europa.eu/archives/delegations/ukraine/documents/virtual_library/
23. A. Åslund, « Ukraine's Choice ».
24. « "We Want to See the Euro Zone Flourish" », *Der Spiegel,* 16 mai 2012 ; et K. Gebert et U. Guerot, « Why Poland Is the New France for Germany », *European Council on Foreign Relations,* 19 octobre 2012.
25. K. Gebert, « Reinventing Europe: Poland and the Euro Crisis », European Council on Foreign Relations, 7 février 2012.
26. Z. Kudrna et D. Gabor, « The Return of Political Risk ».
27. S. Lambert, « The Orban Government and Public Debt », *The Orange Files: Notes on Illiberal Democracy in Hungary,* https://theorangefiles.hu/the-orban-government-and-public-debt/.
28. « Hungary's Orban Wants Deal with IMF, Cbank Cuts Rates », *Reuters*, 26 avril 2010.
29. J. Johnson et A. Barnes, « Financial Nationalism and Its International Enablers: The Hungarian Experience », *Review of International Political Economy* 22, 2014, p. 535-569.
30. A. Deak, « The Putin-Orban Nuclear Deal: A Short Assessment », *Green Political Foundation,* 27 janvier 2014.
31. O. Sushko, « A Fork in the Road ? Ukraine Between EU Association and the Eurasian Customs Union », *PONARS Eurasia,* septembre 2013.
32. « How the EU Lost Russia over Ukraine. »
33. A. Wilson, *Ukraine Crisis: What It Means for the West*, New Haven, CT, Yale University Press, 2014.
34. B. Steil, « Taper Trouble », *Foreign Affairs* (juillet-août 2014).
35. A. Wilson, *Ukraine Crisis*, p. 16.
36. I. Traynor et O. Grytsenko, « Ukraine Aligns with Moscow as EU Summit Fails », *The Guardian,* 28 novembre 2013.
37. E. Piper, « Special Report: Why Ukraine Spurned the Eu and Embraced Russia », *Reuters*, 19 décembre 2013.
38. « How the EU Lost Russia over Ukraine." ».
39. « Press Release: Statement by IMF Mission to Ukraine », communiqué du FMI n° 13-419, 31 octobre 2013, https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/ 49/pr13419.
40. A. Wilson, *Ukraine Crisis*, p. 64-65.
41. E. Piper, « Special Report : Why Ukraine Spurned the EU and Embraced Russia ».
42. D. M. Herszenhorn, « Ukraine Blames IMF for Halt to Agreements with

Europe », *New York Times,* 22 novembre 2013 ; et A. Evans-Pritchard, « Historic Defeat for EU as Ukraine Returns to Kremlin Control », *The Telegraph,* 22 novembre 2013.

43. « Merkel Still Open to Ukraine Cooperation », *Der Spiegel,* 28 novembre 2013.
44. « Poll: Ukrainian Public Split over EU, Customs Union Options », *Kyiv Post,* 26 novembre 2013.
45. « Ukraine Crisis: Transcript of Leaked Nuland-Pyatt Call », *BBC,* 7 février 2014.
46. A. Higgins et A. E. Kramer, « Ukraine Leader Was Defeated Even Before He Was Ousted », *New York Times,* 3 janvier 2015.
47. Les premiers plans ont été élaborés après la guerre en Géorgie en 2008 : A. Wilson, *Ukraine Crisis,* p. 108.
48. D. Chollet, *The Long Game : How Obama Defied Washington and Redefined America's Role in the World*, New York, Hachette, 2016.
49. K. Rogov, « What Will Be the Consequences of the Russian Currency Crisis ? », European Council on Foreign Relations, 23 décembre 2014.
50. A. Evans-Pritchard, « US Hits Russia's Oil Kingpin Igor Sechin with First Energy Sanctions », *The Telegraph,* 28 avril 2014.
51. A. Wilson, *Ukraine Crisis,* p. 202.
52. M. Feldenkirchen, C. Hoffmann et R. Pfister, « Will It Be America or Russia ? », *Der Spiegel,* 10 juillet 2014.
53. « Deutsche trauen den USA nicht mehr », 18 juillet 2014, https://www.tagesschau.de/inland/deutschlandtrend-116.html.
54. I. Traynor et *al.,* « Ukraine Crisis : US-Europe Rifts Surfacing as Putin Tightens Crimea Grip », *The Guardian,* 4 mars 2014.
55. A. Yukhananov, « Ukraine Could Borrow More If IMF Reforms Passed – US », *Reuters*, 4 mars 2014.
56. Y. Kwon, « The IMF, Ukraine, and the Asian Financial Crisis Hangover », *Diplomat*, 17 mars 2014.
57. S. Schadler, « Ukraine: Stress at the IMF », CIGI policy brief n° 49, octobre 2014.
58. D. Tolksdorf, « The European Union to Ukraine's Rescue », *Politique Étrangère* 3, 2014, p. 109-119 ; et S. Erlanger and D. M. Herszenhorn, « IMF Prepares $18 Billion in Loans for Ukraine », *New York Times,* 27 mars 2014.
59. A. Yukhananov, « IMF Approves $17 Billion Bailout for Ukraine amid Big Risks », *Reuters*, 30 avril 2014.
60. « IMF Survey : Ukraine Unveils Reform Program with IMF Support », FMI, 30 avril 2014.
61. P. Shishkin, « US Sanctions over Ukraine Hit Two Russian Banks Hardest », *The Wall Street Journal,* 5 mars 2015.
62. OSW Report, « The Economic and Financial Crisis in Russia – Background, Symptoms and Prospects for the Future », Centre for Eastern Studies, 2 juin 2015.
63. N. Buckley et M. Arnold, « Herman Gref, Sberbank's Modernising Sanctions Survivor », *Financial Times,* 31 janvier 2016.
64. K. Rogov, « Can Putinomics Survive ? », ECFR policy memo, 5 juin 2015.

65. D. Zhdannikov et A. Lawler, « Saudi Oil Policy Uncertainty Unleashes the Conspiracy Theorists », 18 novembre 2014, https://www.reuters.com/article/opec/refile-saudi-oil-policy-uncertainty-unleashes-the-conspiracy-theorists-idUSL6N0T73VG20141118.
66. M. Mazzetti, E. Schmitt et D. D. Kirkpatrick, « Saudi Oil Is Seen as Lever to Pry Russian Support from Syria's Assad », *New York Times,* 3 février 2015.
67. K. Rogov, « Can Putinomics Survive ? ».
68. C. Weaver et J. Farchy, « Russian Economy : An Asset to the State », *Financial Times,* 15 juin 2015.
69. A. Mercouris, « Sberbank CEO Confirms Russia Came Under Financial Attack in décembre – Was US Involved ? », *Russia Insider,* 29 mai 2015.
70. N. Buckley et M. Arnold, « Herman Gref, Sberbank's Modernising Sanctions Survivor ».
71. OSW Report, « The Economic and Financial Crisis in Russia – Background, Symptoms and Prospects for the Future ».
72. A. E. Kramer, « S& P Cuts Russian Debt One Notch to Junk Level », *New York Times,* 26 janvier 2015.
73. K. Rogov, « Can Putinomics Survive ? ».
74. Sur le lien entre 2008 et la coalition des faucons de 2014, voir K. Gaaze, « The Accidental Formation of Russia's War Coalition », Carnegie Moscow Center, 22 juin 2017, http://carnegie.ru/commentary/71340.
75. M. Birnbaum, « Putin's Approval Ratings Hit 89 Percent, the Highest They've Ever Been », *The Washington Post,* 24 juin 2015.
76. A. Stepanyan, A. Roitman, G. Minasyan, D. Ostojic et N. Epstein, « The Spillover Effects of Russia's Economic Slowdown on Neighboring Countries », FMI, 2015.
77. M. Dabrowski, « Currency Crises in Post-Soviet Economies – A Never Ending Story? », *Russian Journal of Economics* 2, 2016, p. 302-326 ; et M. Dabrowski, « It's Not Just Russia : Currency Crises in the Commonwealth of Independent States », *Bruegel,* février 2015.
78. « Contagion », *The Economist,* 15 janvier 2015.
79. D. Trilling, « Remittances to Central Asia Fall Sharply, as Expected », *Eurasia Net,* 21 avril 2015.
80. S. Schadler, « Ukraine and the IMF's Evolving Debt Crisis Narrative », CIGI policy brief n° 68, novembre 2015.
81. R. Olearchyk, « War-Torn Ukraine's Currency Collapses », *Financial Times,* 5 février 2015 ; et L. Kinstler, « Ukraine Is Heading for a Total Economic Collapse », *Quartz,* 12 février 2015.
82. « Tinkering Around the Edges », *The Economist,* 29 août 2015.
83. A. Gabuev, « A "Soft Alliance" ? Russia- China Relations After the Ukraine Crisis », ECFR policy brief, 2015.
84. I. Koch-Weser et C. Murray, « The China-Russia Gas Deal : Background and Implications for the Broader Relationship », US-China Economic and Security Review Commission Staff Research Backgrounder, 9 juin 2014.
85. « America's Seven-Decade History as Asia's Indispensable Power », *The Economist,* 20 avril 2017.

86. M. Sieff, « Why Is the US Failing to Honor Russia's Victory Day Anniversary ? », *Nation*, 7 mai 2015.

CHAPITRE 22 – #THISISACOUP

1. « Russia's Friends in Black », *Economist,* 19 avril 2014 ; et B.-H. Lévy and G. Soros, « Save the New Ukraine », *New York Times,* 27 janvier 2015.
2. N. Véron, « Tectonic Shifts », FMI, *Finance & Development*, mars 2014 ; et A. Posen et N. Véron, « Europe's Half a Banking Union », Bruegel, *Europe's World,* 15 septembre 2014.
3. H. Thompson, « The Crisis of the Euro : The Problem of German Power Revisited », SPERI paper 8, 2013.
4. « The Merkel Plan », *The Economist,* 15 juin 2013.
5. « Germany's Current Account and Global Adjustment », *General Theorist,* 6 juillet 2017.
6. U. Jun, « Der elektorale Verlierer der Regierung Merkel II : Gründe für den Absturz der FDP », *Politik im Schatten der Krise,* Wiesbaden : Springer Fachmedien, 2015, p. 113-135.
7. D. Bebnowski, *Die Alternative für Deutschland : Aufstieg und gesellschaftliche Repräsentanz einer rechten populistischen Partei,* Wiesbaden : Springer Fachmedien, 2015.
8. « Schäuble : Die Schwarze Null ist kein Selbstzweck », *FAZ,* 9 septembre 2014.
9. « Europe's Deflation Risk », OECD Observer, octobre 2014.
10. T. Winkelmann, « Infrastrukturpolitik im Zeitalter von Austerität », *Austerität als gesellschaftliches Projekt*, R. Sturm, T. Griebel et T. Winkelmann (éd.), Wiesbaden, Springer Fachmedien, 2017, p. 155-179.
11. N. Kwasniewski, « ECB Rate Drop Shows Draghi's Resolve », *Der Spiegel,* 8 novembre 2013 ; et A. Evans-Pritchard, « Dam Breaks in Europe as Deflation Fears Wash Over ECB Rhetoric », *The Telegraph,* 10 octobre 2014.
12. « Public Opinion in the European Union », Commission européenne, décembre 2014.
13. « Européennes 2014 : Comprendre le vote des Français », *Ipsos,* 25 mai 2014.
14. J. Pavia, A. Bodoque et J. Martin, « The Birth of a New Party : Podemos, a Hurricane in the Spanish Crisis of Trust », *Open Journal of Social Sciences* 4, 2016, p. 67-86.
15. A. Higgins, « Populists' Rise in Europe Vote Shakes Leaders », *New York Times,* 26 mai 2014 ; C. Mudde, « Jean-Claude Juncker and the Populist Zeitgeist in European Politics », *The Washington Post,* 30 décembre 2014 ; et T. Barber, « European Democracy Must Keep Rightwing Populism at Bay », *Financial Times,* 16 septembre 2014.
16. F. Wesslau, « Putin's Friends in Europe », European Council on Foreign Relations, 19 octobre 2016.
17. J. Goldberg, « Is It Time for the Jews to Leave Europe ? », *Atlantic,* avril 2015.
18. Eurostat, « At-Risk-of Poverty Rate Anchored at a Fixed Moment in Time (2008), 2014 and 2015 », http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:At-risk-of_poverty_rate_anchored_at_a_fixed_moment_in_time_(2008),_2014_and_
19. « Society at a Glance 2014 Highlights : Greece The Crisis and Its Aftermath », OCDE, mars 2014.

20. H. Smith, « Young, Gifted and Greek : Generation G – the World's Biggest Brain Drain », *The Guardian,* 19 janvier 2015.
21. V. Petsinis, « Syriza and ANEL : A Match Made in Greece », *OpenDemocracy*, 25 janvier 2017.
22. Y. Varoufakis, *Adults in the Room : My Battle with Europe's Deep Establishment* , New York, Vintage, 2017.
23. S. Kornelius, « Six Things You Didn't Know About Angela Merkel », *The Guardian,* 10 septembre 2013.
24. « The Plan for Italy », *The Economist,* 13 novembre 2014.
25. « Yiannis Stournaras : A Brief Bio of the New Finance Chief », *Ekathimerini,* 26 juin 2012.
26. P. Mason, « The Inside Story of Syriza's Struggle to Save Greece », *Nation*, 18 décembre 2015 ; et Tyler Durden, « Greece Suffers Biggest Bank Run in History : janvier Deposits Plunge to 2005 Levels », *ZeroHedge* (blog), 26 février 2015.
27. S. Nixon, « ECB's Draghi Takes a Gamble on QE-lite », *The Wall Street Journal,* 7 septembre 2014.
28. « Opinion of Advocate General Cruz Cillalon », 14 janvier 2015, http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf;jsessionid=9ea7d0f130ded7 text=&docid=161370&pageIndex=0&doclang=en&mode=req&dir=&occ=first&pa
29. « ECB Announces Expanded Asset Purchase Programme », Banque centrale européenne, 22 janvier 2015.
30. L'idée, dans les grandes lignes, avait déjà été exposée en 2012. Y. Varoufakis, « An Emergency Program for Greece », *Yanis Varoufakis : Thoughts for the Post-2008 World* (blog), 5 novembre 2012, https://www.yanisvaroufakis.eu/2012/11/05/an-emergency-program-for-greece/.
31. A. Higgins, « Greece Steps Back into Line with European Union Policy on Russia Sanctions », *New York Times,* 29 janvier 2015.
32. Y. Varoufakis, *Adults*, p. 237.
33. A. Evans-Pritchard, « Europe's Manhandling of Greece Is a Strategic Gift to Russia's Vladimir Putin », *The Telegraph,* 8 avril 2015.
34. Y. Varoufakis, A*dults,* p. 274.
35. *Ibid.*, p. 185-187.
36. P. Blustein, *Laid Low*, p. 384.
37. Le FMI se montra particulièrement préoccupé par les pharmacies grecques. IMF Country Report 14/151, juin 2014.
38. M. Walker et G. Steinhauser, « Germany's Merkel Intervenes in Greek Rift with Creditors », *The Wall Street Journal,* 19 mars 2015.
39. « Barack Obama Signals Support for Greece's Call to Loosen Austerity Programme » *The Telegraph,* 2 février 2015.
40. C. Giles *et al.*, « IMF Knocks Greek Debt Rescheduling Hopes », *Financial Times,* 16 avril 2015.
41. S. Nixon, « Can US Bring an End to Greek Drama ? », *The Wall Street Journal,* 31 mai 2015 ; et I. Talley and G. Steinhauser, « IMF Official Sees Greek Bailout

Needing Several More Weeks of Talks », *The Wall Street Journal,* 17 avril 2015.

42. ThePressProject, « Clinton Emails Give Away Schäuble Plans in 2012 – Exclusive Commentary by Varoufakis », https://www.thepressproject.gr/article/91399/Clinton-Emails-Give-Away-Schauble-Plans-in-2012—-Exclusive-Commentary-by-Varoufakis.
43. S. Meunier, « A Tale of Two Ports : The Epic Story of Chinese Direct Investment in the Greek Port of Piraeus », Council for European Studies, 14 décembre 2015.
44. Y. Varoufakis, *Adults,* p. 321.
45. S. Jones, K. Hope et C. Weaver, « Alarm Bells Ring over Syriza's Russian Links », *Financial Times,* 28 janvier 2015.
46. Y. Varoufakis, *Adults,* p. 348.
47. M. Gilbert, « Bond Markets Bet on Grexit », *Bloomberg*, 20 mars, 2015, http://www.greekcrisis.net/2015/03/bond-markets-bet-on-grexit.html.
48. J. Cox, « Greek Government Bonds Plunge », *The Wall Street Journal,* 16 avril 2015 ; et C. Giles, S. Fleming et P. Spiegel, « Christine Lagarde Dashes Greek Hopes on Loan Respite », *Financial Times,* 16 avril 2015.
49. S. Fleming et C. Giles, « Draghi Says Eurozone Has Tools to Deal with Greece Crisis », *Financial Times,* 18 avril 2015.
50. P. Spiegel et K. Hope, « Frustrated Officials Want Greek Premier to Ditch Syriza Far Left », *Financial Times,* 5 avril 2015.
51. *Ibid*.
52. « One Economist Just Delivered a Scathing Indictment of the New Greek Government », *Bloomberg*, 1er avril 2015, http://www.greekcrisis.net/2015/04/one-economist-just-delivered-scathing.html.
53. T. Barber, « Don't Bank on Tsipras Dumping Syriza's Leftwing Diehards », *Financial Times,* 14 avril 2015.
54. S. Wagstyl, P. Spiegel et C. Jones, « Greek Bailout Monitors Hold Emergency Summit », *Financial Times,* 1er juin 2015.
55. M. Walker, « Greece's Creditors Draft Final Offer for Bailout Aid in Bid to Break Stalemate », *The Wall Street Journal,* 2 juin 2015.
56. Y. Palaiologos, « Running Out of Options on a Deal with Greece », *The Wall Street Journal,* 4 juin 2015.
57. W. Munchau, « Greece Has Nothing to Lose by Saying No to Creditors », *Financial Times,* 14 juin 2015.
58. P. Spiegel et K. Hope, « Greece Central Ban Warns of "Painful" EU Exit If No Deal Reached », *Financial Times,* 17 juin 2015.
59. P. Mason, « The Inside Story of Syriza's Struggle to Save Greece », *Nation,* 18 décembre 2015.
60. K. Hope, « Knives Out for Tsipras as Syriza Hardliners Threaten Mutiny », *Financial Times,* 23 juin 2015.
61. « Sorry, No Extensions », *The Economist,* 16 avril 2015 ; et G. Steinhauser et M. Dalton, « Germany Signals It's Open to a Greek Referendum on Bailout Program », *The Wall Street Journal,* 11 mai 2015.
62. P. Spiegel, S. Wagstyl et H. Foy, « Tsipras Announces Referendum on Creditors'

Bailout Demands », *Financial Times,* 27 juin 2015.

63. Voir également P. Mason, « Greece Referendum : Did The Euro Just Die at 4pm ? », *Channel4,* 28 juin 2015.
64. R. Christie, C. Ruhe et J. Stearns, « Euro Area Pushes Greece to Open Books as Talks Resume », *Bloomberg*, 9 mars 2015.
65. M. Gilbert, « Greece's True Deadline May Be May 29 », *Bloomberg*, 19 mai 2015.
66. J. Black, K. S. Navarra et N. Chrysoloras, « ECB Said to Reject Supervisory Move on Greek Banks », *Bloomberg*, 19 mars 2015.
67. P. Blustein, *Laid Low,* p. 429.
68. O. Blanchard, « Greece : A Credible Deal Will Require Difficult Decisions by All Sides », *IMFBlog,* 14 juin 2015.
69. Voir également P. Mason, « Greece Crisis : A Failure of Economics in the Face of Politics », *Channel4,* 3 juillet 2015, https://www.channel4.com/news/by/paul-mason/blogs/greece-crisis-failure-economics-face-politics.
70. P. Taylor, « Exclusive : Europeans Tried to Block IMF Debt Report on Greece : Sources », *Reuters*, 3 juillet 2015.
71. H. Mahoney, « The EU Parliament's Big, Fat Greek Moment », *EUObserver,* 10 juillet 2015 ; et « Greece : MEPs Debate the Country's Situation with Prime Minister Tsipras », *Europarl*, 8 juillet 2015.
72. « Schäuble's Push for Grexit Puts Merkel on Defensive », *Der Spiegel*, 17 juillet 2015.
73. G. Davet et F. Lhomme, *Un président ne devrait pas dire ça*, Paris, Stock, 2016.
74. A.-S. Chassany, A. Barker et D. Robinson, « Greece Talks : "Sorry, But There Is No Way You Are Leaving This Room" », *Financial Times,* 13 juillet 2015.
75. « Europe's Religious War Failure and Its Consequences », *The Economist,* 26 août 2015.
76. A. -S. Chassany, A. Barker et D. Robinson, « Greece Talks. ».
77. A. Kassam, « #ThisIsACoup : How a Hashtag Born in Barcelona Spread Across the Globe », *The Guardian*, 13 juillet 2015 ; et W. Ahmed, « Amplified Messages : How Hashtag Activism and Twitter Diplomacy Converged at #ThisIsACoup – and Won », *Democratic Audit UK*, 14 janvier 2016.
78. K. Hope et T . Barber, « Syriza's Covert Plot During Crisis Talks to Return to Drachma », *Financial Times,* 24 juillet 2015.
79. P. Spiegel, « Donald Tusk Interview : The Annotated Transcript », *Financial Times,* 16 juillet 2015.
80. P. Oltermann, « Merkel "Gambling Away" Germany's Reputation over Greece, says Haberman », *The Guardian,* 16 juillet 2015.
81. S. Wagstyl et C. Jones, « Germany Blames Mario Draghi for Rise of Rightwing AfD Party », *Financial Times,* 10 avril 2016.
82. M. Matthijs et M. Blyth, « When Is It Rational to Learn the Wrong Lessons ? Technocratic Authority, Social Learning, and Euro Fragility », *Perspectives on Politics,* 2017, p. 1-17.
83. L. Orriols et G. Cordero, « The Breakdown of the Spanish Two-Party System : The Upsurge of Podemos and Ciudadanos in the 2015 General Election », *South European Society and Politics* 4, 2016, p. 469-492.

84. D. Finn, « Luso-Anomalies », et C. Martins, « The Portuguese Experiment », *New Left Review* 106, juillet-août 2017.
85. A. Evans-Pritchard, « Eurozone Crosses Rubicon as Portugal's Anti-Euro Left Banned from Power », *The Telegraph,* 23 octobre 2015.
86. « DBRS Confirms Portugal's BBB (Low) Rating, Stable Trend », *Reuters,* 13 novembre 2015.
87. « Eurozone Crosses Rubicon. »
88. J. Henley, « Portugal Faces Political Crisis as Leftists Vow to Topple New Government », *The Guardian,* 26 octobre 2015.
89. A. Khalip et A. Bugge, « Socialist Costa to head Portuguese Government with Uneasy Far-Left Backing », *Reuters,* 24 novembre 2015.
90. K. Dommett, « The Theory and Practice of Party Modernisation : The Conservative Party Under David Cameron, 2005-2015 », *British Politics* 10.2, 2015, p. 249-266.
91. M. A. Orenstein, « Paranoid in Poland », *Foreign Affairs,* septembre 2017.

CHAPITRE 23 – LES PROJETS DE LA PEUR

1. G. Morgan, « Supporting the City : Economic Patriotism in Financial Markets », *Journal of European Public Policy* 19, n° 3, 2012, p. 373-387.
2. C. Berry et C. Hay, « The Great British "Rebalancing" Act : The Construction and Implementation of an Economic Imperative for Exceptional Times », *British Journal of Politics and International Relations* 18, n° 1, 2016, p. 3-25.
3. https://www.youtube.com/watch?v=jS4ytmMDQME.
4. H. Jones, « London Stung by US Attack on Bank Regulation Record », *Reuters,* 20 juin 2012.
5. « Deutsche Bank Capital Concerns in US Far from Over, According to UNITE HERE Report », *Business Wire*, 5 septembre 2012, https://www.businesswire.com/news/hom/20120905005476/en/Deutsche-Bank-capital-concerns-UNITE-Report ; T. Braithwaite et S. Nasiripour, « Deutsche Bank Avoids US Capital Rules », *Financial Times,* 21 mars 2012 ; et « Balkanised Banking : The Great Unravelling », *The Economist* 20, n° 4, 2013.
6. J. Gapper, « Europe Needs Deutsche Bank as Its Champion », *Financial Times,* 22 avril 2015.
7. R. Florida, « According to at Least One Index, New York Has Overtaken London as the World's Leading Financial Center », *City Lab,* 20 mars 2014.
8. J. Green, « The offshore city, Chinese finance and British capitalism », *The British Journal of Finance and International Relatic,* octobre 2017.
9. G. Osborne, « Britain Issues Western World's First Sovereign RMB Bond, Largest Ever RMB Bond by Non- Chinese Issuer », HM Treasury, Gov. UK, 14 octobre 2014.
10. N. Watt et R. Mason, « David Cameron Calls for New EU-China Free Trade Agreement », *The Guardian,* 2 décembre 2013.
11. « Why We Need to Question the Influence of the City on UK Plc », *The Conversation,* 20 avril 2015.
12. G. Archer, « Local Elections : The Capital Fails to See the Heartache and Pain Beyond », *The Telegraph*, 23 mai 2014.
13. S. Hinde, « Brexit and the Media », *Hermès, La Revue* 77, 2017, p 80-86.
14. P. Whyte, « Britain, Europe and the City of Londres : Can the Triangle Be Managed ? », Centre for European Reform, juillet 2012.
15. H. Clarke, M. Goodwin et P. Whiteley, *Brexit : Why Britain Voted to Leave the European Union,* Cambridge, Cambridge University Press, 2017, p. 61-85.
16. H. Thompson, « Competing Political Logics : The Political Intractability of London and the EU » (ND), disponible sur http://speri.dept.shef.ac.uk/wp-content/uploads/2016/04/Thompson_DraftPaper_Workshop.pdf ; voir le point de vue capital de I. Rogers, « The Inside Story of How David Cameron Drove Britain to Brexit », *Prospect* 25, novembre 2017.
17. H. Thompson, « How the City of London Lost at Brexit : A Historical Perspective », *Economy and Society* 46, n° 2, 2017, p. 211-228.

18. Voir la réaction du *Spiegel* : « The Failure of a Forced Marriage », *Der Spiegel,* 10 décembre 2011.
19. A. Gamble, « Better Off Out ? Britain and Europe », *Political Quarterly* 83, n° 3, 2012, p. 468-477.
20. N. Copsey et T. Haughton, « Farewell Britannia ? "Issue Capture" and the Politics of David Cameron's 2013 EU Referendum Pledge », *Journal of Common Market Studies* 52, 2014, p. 74-89.
21. « Could the Netherlands Provide the Beginnings of a Coalition for EU Reform ? », *Open Europe* 11, janvier 2013 ; R. Korteweg, « Will the Dutch Help Cameron to Reform the EU ? », *CER Bulletin* 91, août-septembre 2013 ; et R. Korteweg, « Why Cameron's Timing on EU Reform Is Off », CER, 26 mars 2014.
22. J. Springford et S. Tilford, « Why the Push to Install Juncker Is So Damaging », CER, 23 juin 2014.
23. A. Möller, « The British-German Misunderstanding », ECFR, 4 novembre 2015.
24. C. Grant, « A Five-Point Plan for Cameron to Win an EU Referendum », CER, 8 mai 2015.
25. T. McTague, A. Spence et E.-I. Dovere, « How David Cameron Blew It », *Politico,* 25 juin 2016.
26. G. Van Orden, « Britain's Departure from "Ever Closer Union" Is of Great Significance », http://blogs.lse.ac.uk/brexit/2016/04/28/britians-departure-from-ever-closer-union-is-of-great-significance/.
27. J. Springford et S. Tilford, « The Great British Trade-off : The Impact of Leaving the EU on the UK's Trade and Investment », CER, janvier 2014.
28. A. Spence, « David Cameron Unleashes "Project Fear" », *Politico,* 26 février 2016.
29. N. Vinocur, « Jim Messina to Advise David Cameron's EU Referendum Campaign », *Politico,* 24 février 2016.
30. S. Swinford et B. Riley- Smith, « Military Leaders to Warn Against a Brexit », *The Telegraph,* 21 février 2016.
31. V. Chadwick, « David Cameron to Nigel Farage : No "Neverendums" », *Politico,* 17 mai 2016.
32. L. Fedor, « EU Referendum : City of London Corporation Signs Off on Campaigning for the UK to Remain in the EU », *City A.M.,* 3 mars 2016.
33. F. Guerrera et T. McTague, « City May Be Gagged in Brexit Vote », *Politico,* 17 avril 2016.
34. « Breathe Easy Brussels, UK Will Stay in EU », *Politico,* 4 mai 2016.
35. A. Mody, « EU Referendum : Why the Economic Consensus on Brexit Is Flawed », *The Independent,* 31 mai 2016 ; et K. Allen et A. Asthana, « IMF Says Brexit Would Cause "Global Damage" », *Politico,* 12 avril 2016.
36. A. Asthana, « Brexit Would Pose "Serious Risk" to Global Growth, Say G7 Leaders », *The Guardian,* 27 mars 2016.
37. T. McTague, « 11 Things You Need to Know About George Osborne's Brexit Warning », *Politico,* 18 avril 2016 ; et T. McTague, « George Osborne : Brexit Would Leave UK "Permanently Poorer" » *Politico,* 18 avril 2016.
38. « Remain Campaign "Not Conspiracy, but Consensus", says George Osborne »,

Daily Mail, 16 mai 2016.

39. M. Arnold, « UK Banks Back Staying in EU but Remain Reluctant to Speak Out », *Financial Times,* 24 mars 2016.
40. W. Watts, « "Financial Contagion" Biggest Risk to US from Brexit : Goldman », *MarketWatch,* 29 juin 2016.
41. J. Treanor, « JPMorgan Backs Campaign to Keep Britain in the EU », *The Guardian,* 21 janvier 2016.
42. S. Farrell, « JP Morgan Boss : Up to 4 000 Jobs Could Be Cut After Brexit », *The Guardian,* 3 juin 2016.
43. T. McTague, « Boris Johnson Slaps Down "Part- Kenyan" Barack Obama over Brexit Push », *Politico,* 22 avril 2016.
44. T. McTague, « 9 Takeaways from Barack Obama's Brexit Intervention », *Politico,* 22 avril 2016 ; et B. Gurciullo, « Obama to the British People : Just Say No to Brexit », *Politico,* 22 avril 2016.
45. S. Watkins, « Oppositions », *New Left Review* 98, 2016.
46. T. McTague, A. Spence et E.-I. Dovere, « How David Cameron Blew It », *Politico,* 25 juin 2016.
47. S. Chan, « Boris Johnson's Essay on Obama and Churchill Touches Nerve Online », *New York Times,* 22 avril 2016.
48. T. McTague, A. Spence et E.-I. Dovere, « How David Cameron Blew It. ».
49. G. Younge, « Brexit : A Disaster Decades in the Making », *The Guardian,* 30 juin 2016.
50. « Breathe Easy Brussels, UK Will Stay in EU. ».
51. S. Becker, T. Fetzer et D. Novy, « Who Voted for Brexit ? A Comprehensive District-Level Analysis », CESifo Working Paper 6438, 24 avril 2017.
52. E. Kaufmann, « It's NOT the Economy, Stupid : Brexit as a Story of Personal Values », *LSE European Politics and Policy* (blog), 9 juillet 2016.
53. L. Elliott, « Brexit Is a Rejection of Globalization », *The Guardian,* 26 juin 2016 ; J. Tankersely, « Britain Just Killed Globalization as We Know It », *The Washington Post,* 25 juin 2016 ; *Deutsche Welle,* « Brexit – the End of Globalization ? », 30 juin 2016 , http://www.dw.com/en/brexit-the-end-of-globalization/a-19369680 ; T. Guénolé, « La victoire du Brexit est un vote contre la mondialisation », *Le Figaro,* 24 juin 2016.
54. « Theresa May's Brexit Speech in Full : Prime Minister Outlines Her 12 Objectives for Negotiations », *The Independent,* 17 janvier 2017.
55. R. Blitz et L. Lewis, « Pound Tumbles to 30-Year Low as Britain Votes Brexit », *Financial Times,* 24 juin 2016.
56. H. Lash et E. Krudy, « World Stocks Tumble as Britain Votes for EU Exit », *Reuters*, 23 juin 2016.
57. R. Blitz et L. Lewis, « Pound Tumbles to 30-Year Low ».
58. M. Carney, « Uncertainty, the Economy and Policy », Bank of England, 30 juin 2016.
59. A. Mody, « Stop Being So Gloomy About Brexit », *Bloomberg,* 13 juillet 2016.
60. L. Meakin, « Carney's Stimulus Questioned as BoE Faces Pro-Brexit Lawmakers », *Bloomberg,* 5 septembre 2016.

61. C. Giles, « Brexit Experts, Confess to Your Errors and Carry On », *Financial Times,* 4 janvier 2017.
62. M. Hall, « WRONG! And WRONG Again – The Utterly Useless "Forecasters" We Should Stop Listening To », *L'Express,* 28 octobre 2016.
63. A. Posen, « Dangers of Following the Path to an Offshore Britain », *Financial Times,* 21 juin 2016.
64. W. Davies, « Home Office Rules », *London Review of Books* 38, n° 21, 2016, p. 3-6.
65. A. Mody, « Don't Believe What You've Read : The Plummeting Pound Sterling Is Good News for Britain », *The Independent,* 10 octobre 2016.
66. « Brexit and the Pound », discours de Ben Broadbent, gouverneur adjoint de la Politique monétaire, Imperial College, Londres, 23 mars 2017.
67. R. Skidelsky, « Why Sterling's Collapse Is Not Good for the UK Economy », *The Guardian,* 21 octobre 2016.
68. J. Kirkup, « Fiona Hill and Nick Timothy : The Story Being Told About Theresa May's Top Advisers Is Inaccurate and Unfair », *The Telegraph,* 10 juin 2017.
69. M. Bearak, « Theresa May Criticized the Term "Citizen of the World". But Half the World Identifies », *The Washington Post, 5* octobre 2016.
70. J. Pickard et K. Allen, « Theresa May Sets Out Post- Brexit for a Fairer Britain », *Financial Times, 5* octobre 2016.
71. « Theresa May's Brexit Speech : Economic Experts React », *The Independent,* 17 janvier 2017.
72. P. Campbell, « Nissan Boss "Confident" After Downing Street Talks », *Financial Times,* 14 octobre 2016.
73. P. Jenkins et J. Ford, « City of London Lobby Group Wants "No Change" Brexit Deal », *Financial Times,* 7 novembre 2016.
74. H. Sants, M. Austen, L. Naylor, P. Hunt et D. Kelly, « The Impact of the UK's Exit from the EU on the UK-Based Financial Services Sector », Oliver Wyman, 2016.
75. « Goldman Sachs' Chief Takes Theresa May to Task over Brexit », *Irish Times,* 29 janvier 2017.
76. J. Ford, « City of London Lobbying Group Drops Demand for EU "Passports" » *Financial Times,* 11 janvier 2017.
77. M. Savage, « Germany Industry Warns UK Not to Expect Help in Brexit Negotiations », *The Guardian¸* 9 juillet 2017.
78. T. Gutschker, « The Disastrous Brexit Dinner », *Frankfurter Allgemeine Zeitung,* 3 mai 2017.
79. G. Parker, J. Ford et A. Barker, « Is Theresa May's Brexit Plan B an Elaborate Bluff ? », *Financial Times,* 19 janvier 2017.
80. A. Withnall, « UK Could Become "Tax Haven" of Europe If It Is Shut Out of Single Market After Brexit, Chancellor Suggests », *The Independent,* 15 janvier 2017.
81. « Professor Mario Draghi Joins Goldman Sachs », Goldman Sachs Press Release, 2002, http://www.goldmansachs.com/media-relations/press-releases/archived/2002/2002-01-28.html.
82. A. Monaghan, « Juncker Questions Barroso's Decision to Join Goldman Sachs », *The Guardian,* 15 septembre 2016.

83. G. Steinhauser, « “Brexit” Would Be Europe’s Lehman Brothers Moment, Finnish Minister Says », *The Wall Street Journal,* 16 juin 2016.
84. Z. Radionova, « Moody’s : Political Contagion Across European Union Is Greatest Brexit Risk », Moody’s Investors Service, 8 juillet 2016.
85. K. Forster, « Brexit Vote Met with Celebrations from Far-Right Groups Across Europe », *The Independent,* 24 juin 2016.
86. « Moody’s : Political Contagion Across EU Is Greatest Brexit Risk, Moody’s Says », *The Independent,* 8 juillet 2016.
87. « What If the French Second Round Pits Melenchon Against Le Pen ? », The *Economist*, 11 avril 2017.
88. P. Anderson, « The Center Can Hold », *New Left Review* 105, mai-juin 2017.
89. A. Parker, « Donald Trump, in Scotland, Calls “Brexit” Result “a Great Thing” », *New York Times,* 24 juin 2016.

CHAPITRE 24 – TRUMP

1. « Full Text : Donald Trump 2016 RNC Draft Speech Transcript », *Politico,* 21 juillet 2016.
2. D. Diaz, « Ivanka Trump Markets Her Look After RNC Speech », *CNN*, 22 juillet 2016.
3. K. Reilly, « Read President Obama's Remarks on Donald Trump's Convention Speech », *Time,* 22 juillet 2016.
4. D. W. Drezner, « My One Contribution to the Autopsies of the 2016 Presidential Election », *The Washington Post*, 2 mai 2017.
5. La question de savoir si la coalition de Sanders était dominée par de jeunes hommes blancs, les « Bernie brothers », a attisé les passions à gauche longtemps après l'élection. See T. Cahill, « A New Harvard Study Just Shattered the Biggest Myth About Bernie Supporters », 19 avril 2017, http://resistancereport.com/politics/harvard-poll-bernie-supporters/.
6. M. Talbot, « The Populist Prophet », *The New Yorker,* 12 octobre 2015.
7. J. Kasperkevic et G. Wearden, « Federal Reserve Puts Rate Rise on Hold – As It Happens » *The Guardian,* 17 septembre 2015.
8. N. Confessore et S. Craig, « 2008 Crisis Deepened the Ties Between Clintons and Goldman Sachs », *New York Times*, 24 septembre 2016.
9. T. Gabriel, « Hillary Clinton – Bernie Sanders Schism Grows on "Too Big to Fail" Banks », *New York Times,* 13 avril 2016.
10. M. Taibbi, « The Great American Bubble Machine », *Rolling Stone*, 5 avril 2010.
11. L. Fang *et al.*, « Excerpts of Hillary Clinton's Paid Speeches to Goldman Sachs Finally Leaked », *The Intercept,* 7 octobre 2016.
12. P. Lawrence, « A New Report Raises Big Questions About Last Year's DNC Hack », *Nation*, 9 août 2017.
13. H. Levintova, « Hacks, Leaks, and Tweets : Everything We Now Know About the Attack on the 2016 Election », *Mother Jones*, 30 mai 2017.
14. G. Miller, E. Nakashima et A. Entous, « Obama's Secret Struggle to Punish Russia for Putin's Election Assault », *The Washington Post,* 23 juin 2017.
15. T. Dickinson, « Meet the Right-Wing Rebels Who Overthrew John Boehner », *Rolling Stone*, 6 octobre 2015.
16. J. Mayer, *Dark Money*.
17. Pour une analyse remarquable de la dynamique des primaires, voir T. Ferguson et B. I. Page, « The Hinge of Fate ? Economic and Social Populism in the 2016 Presidential Election, a Preliminary Exploration », INET Conference, Edinburgh, UK, 20-23 octobre 2017, https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/Ferguson-and-Page-Scotland-Paper-revised-for-Conference.pdf.
18. C. Laderman et B. Simms, *Donald Trump : The Making of a Worldview,* Londres, Endeavour Pess, 2017.
19. K. W. Capehart, « Hyman Minsky's Interpretation of Donald Trump », *Journal of Post Keynesian Economics* 38.3, 2015, 477-492.
20. F. Norris, « Trump Sees Act of God in Recession », *New York Times,* 4 décembre

2008.

21. Soopermexican, « Trump on TARP and Stimulus Sounds More Like a Crony Capitalist Than a Conservative », *The Right Scoop* (blog), 15 août 2015, http://therightscoop.com/trump-on-tarp-and-stimulus-sounds-more-like-a-crony-capitalist-than-a-conservative/.
22. Southern constitutionalist, « Trump Has Supported Nearly All of Obama's Economic Policy Agenda », *RedState* (blog), 27 août 2015.
23. J. Green, *Devil's Bargain : Steve Bannon, Donald Trump, and the Storming of the President,* New York, Penguin Press, 2017, p. 96-103.
24. M. Grunwald, « Trump's Love Affair with Coal », *Politico,* 15 octobre 2017, https://www.politico.com/magazine/story/2017/10/15/trumps-love-affair-with-coal-215710.
25. Pew Research, « Clinton, Trump Supporters Have Starkly Different Views of a Changing Nation », 18 août 2016, http://www.people-press.org/2016/08/18/5-issues-and-the-2016–campaign/.
26. R. Rubin et N. Timiraos, « Donald Trump Shows GOP's Economic Pillars Are Loosening », *The Wall Street Journal,* 19 juillet 2016.
27. J. Creswell, « Trump and US Chamber of Commerce Pull No Punches on Trade Policy », *New York Times,* 11 juillet 2016.
28. B. White, « Wall Street Shuns Trump's Cleveland Convention », *Politico,* 13 juillet 2016.
29. T. Mak, « Major Corporate Sponsors Are Scaling Back Support for GOP Convention », 6 mai 2016, https://www.thedailybeast.com/major-corporate-sponsors-are-scaling-back-support-for-gop-convention.
30. H. Paulson, « When It Comes to Trump, a Republican Treasury Secretary Says : Choose Country Over Party », *The Washington Post,* 24 juin 2016.
31. *Ibid.*
32. S. Bannon, *Generation Zero* film, https://www.youtube.com/watch?v=bsqu9gh6xhk.
33. D. Johnson, « Trump Nominates Goldman Sachs "Alligator" Jay Clayton to Run SEC », *TruthOut,* 29 mars 2017.
34. A. Greenspan, « Ich bin im falschen Jahrhundert geboren », *Zürcher Tages-Anzeiger* 19 septembre 2007.
35. M. Adday, « Alan Greenspan Doesn't Want "Crazies" to Undermine the U.S. », *Fortune,* 15 septembre 2016.
36. Éditorial, « Who's Greenspan Calling Crazy ? », *New York Sun*, 14 septembre 2016, http://www.nysun.com/editorials/who-is-greenspan-calling-crazy/89716/.
37. « Trump Says US Interest Rates Must Change as Fed Weighs Rate Hike », *Reuters*, 5 septembre 2016 ; « Trump Finally Got It Right on the Fed's "False Economy" – but Will We Listen ? », *The Guardian,* 8 septembre 2016 ; « Donald Trump Says Federal Reserve Chair Janet Yellen "Should Be Ashamed of Herself" », *The Washington Post,* 12 septembre 2016.
38. « The Untold Stories of Election Day 2016 », *Esquire,* 5 novembre 2017, http://www.esquire.com/news-politics/a13266971/election-2016–behind-the-scenes/.
39. C. E. Lee et N. Stamouli, « Trump's Win, Brexit Vote Stem from Mishandling of

Globalization, Obama Says », *The Wall Street Journal,* 16 novembre 2016.

40. N. Carnes et N. Lupu, « It's Time to Bust the Myth : Most Trump Voters Were Not Working Class », *The Washington Post,* 5 juin 2017.
41. R. Blendon, L. Casey et J. Benson, « Public Opinion and Trump's Jobs and Trade Policies », *Challenge* 60, 2017, p. 228-244.
42. A. Guisinger, « Americans' Views of Trade Aren't Just About Economics. They're Also About Race », *The Washington Post,* 16 août 2016.
43. M. Davis, « The Great God Trump and the White Working Class », *Jacobin,* 7 février 2017 ; et Ferguson et Page, « The Hinge of Fate ? ».
44. D. Drezner, « My One Contribution to the Autopsies of the 2016 Presidential Election », *The Washington Post,* 2 mai 2017.
45. M. Crowley, « The Deep State Is Real », *Politico,* septembre-octobre 2017 ; et T. Porter, « Deep State : How a Conspiracy Theory Went from Political Fringe to Mainstream », *Newsweek,* 2 août 2017.
46. J. Winter et E. Groll, « Here's the Memo That Blew Up the NSC », *Foreign Policy,* 10 août 2017.
47. B. Leubsdorf, E. Morath et J. Zumbrun, « Economists Who've Advised Presidents Are No Fans of Donald Trump », *The Wall Street Journal,* 25 août 2016.
48. B. Casselman, « Why Trump's Carrier Deal Isn't the Way to Save US Jobs », *FiveThirtyEight* (blog), 5 décembre 2016, https://fivethirtyeight.com/features/why-trumps-carrier-deal-isnt-the-way-to-save-u-s-jobs/.
49. D. Griswold, « Trump's Carrier "Success" Signals a Retreat of US Business in Global Markets », *Mad About Trade*, 2 décembre 2016.
50. S. Liesman, « Optimism on Economy, Stocks Surges Since Trump Election : CNBC Survey », CNBC, 9 décembre 2016.
51. P. Domm, « How Donald Trump Blew Up the Bond Market and Changed Everyone's View of Interest Rates », CNBC, 14 novembre 2016.
52. D. Dayen, « Donald Trump Isn't Even Pretending to Oppose Goldman Sachs Anymore », *The Intercept,* 15 mars 2017.
53. M. Grunwald, « The Trade Deal We Just Threw Overboard », *Politico Magazine,* mars-avril 2017.
54. « Brad Delong : The Democrats' Line in the Sand », *Economist's View,* 30 juin 2008, http://economistsview.typepad.com/economistsview/2008/06/brad-delong-the.html.
55. « Kentucky Residents Express Dissatisfaction with GOP Efforts to Dismantle Obamacare », *All Things Considered*, NPR, 18 juillet 2017, https://www.npr.org/2017/07/18/537948591/kentucky-residents-express-dissatisfaction-with-gop-efforts-to-dismantle-obamaca.
56. H. Fingerhut, « Support for 2010 Health Care Law Reaches New High », Pew Research Center, 23 février 2017.
57. R. Savransky, « Poll : Support for ObamaCare Repeal-Only Plan at 13 Percent », *The Hill,* 19 juillet 2017.
58. R. Berman, « The Republican Majority in Congress Is an Illusion », *Atlantic,* 31 mars 2017.

59. M. Sheetz, « Treasury Secretary Mnuchin Extends Measure to Hold Off Debt-Limit Default », CNBC, 28 juillet 2017.
60. M. Grunwald, « Mick the Knife », *Politico,* septembre-octobre 2017.
61. E. D. Kleinbard, « The Debt Ceiling Crisis Is Real », *New York Times,* 7 août 2017.
62. R. Savransky et J. Fabian, « Trump : US "Needs a Good Shutdown" », *The Hill,* 2 mai 2017, http://thehill.com/homenews/administration/331512-trump-us-needs-a-good-shutdown.
63. R. Bade, B. Everett et J. Dawsey, « Trump Sides with Democrats in Debt Limit, Funding, Harvey Deal », *Politico,* 6 septembre 2017. La catastrophe à Porto Rico, de proportions bien plus terribles, n'a guère intéressé Washington.
64. I. Millhiser, « Memo to the *New York Times* : Donald Trump Is a Republican », *Think Progress,* 11 septembre 2017.
65. M. Yglesias, « The Looming Debt Ceiling Fight, Explained », *Vox,* 9 août 2017.
66. « How the Republican Tax Bill Compares with Previous Reforms », *The Economist,* 9 décembre 2017.
67. A. Rappeport, « Ahead of Vote, Promised Treasury Analysis of Tax Bill Proves Elusive », *New York Times,* 30 novembre 2017. For the one-page memo summarizing the Treasury's claims about the growth impact of tax cuts see « Analysis of Growth and Revenue Estimates Based on the U.S. Senate Committee on Finance Tax Reform Plan », 11 décembre 2017, https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/TreasuryGrowthMemo12-11-17.pdf.
68. P. Baker, « Arthur Laffer's Theory on Tax Cuts Comes to Life Once More », *New York Times,* 25 avril 2017.
69. A. Simpson et E. Bowles, « A Moment of Truth for Our Country's Financial Future », *The Washington Post,* 29 novembre 2017.
70. R. Rubin, « Analysis : How Consensus for Corporate Rate Cut Turned into Partisan Tax Brawl », *The Wall Street Journal,* 22 décembre 2017.
71. K. Zernike et A. Rappeport, « Heading Toward Tax Victory, Republicans Eye Next Step : Cut Spending », *New York Times,* 2 décembre 2017.
72. « Tax Reform Plan a "Bid to Make US Inequality Champion" », Al Jazeera, 16 décembre 2017, https://www.aljazeera.com/news/2017/12/tax-reform-plan-bid-champion-inequality-171216105649640.html.
73. CBO, « Analysis of the Long-Term Costs of the Administration's Goals for the Military », décembre 2017, https://www.cbo.gov/publication/53350.
74. L. Summers, « Sugar High Is Right Diagnosis, Tax Cuts Are the Wrong Prescription », 10 décembre 2017, http://larrysummers.com/2017/12/10/sugar-high-is-right-diagnosis-tax-cuts-are-the-wrong-prescription/.
75. J. Hilsenrath et D. Harrison, « Yellen Cites Benefits to Running Economy Hot for Some Time », *The Wall Street Journal,* 14 octobre 2017.
76. L. Summers, « Three (Almost) Inexplicable Parts of the Republican Tax Plan », *The Washington Post,* 5 novembre 2017.
77. C. Collins, « House Republican : My Donors Told Me to Pass the Tax Bill "or Don't Ever Call Me Again" », 7 novembre 2017, https://www.vox.com/policy-and-politics/2017/11/7/16618038/house-republicans-tax-bill-donors-chris-collins.

78. « What Donald Trump's Election Means for Government-Bond Markets », *The Economist,* 3 décembre 2016.
79. J. Sommer, « Clouds Are Forming over the Bond Market », *New York Times,* 30 juin 2017.
80. S Oh, « Treasury Yields Rise as Roadblock to Tax Bill Removed », 15 décembre 2017, https://www.marketwatch.com/story/treasury-yields-inch-higher-as-tax-bill-set-for-unveiling-2017-12-15.
81. FMI, *World Economic Outlook,* Washington, DC, FMI, 2017, 19, Figure 1.13, panel 4.
82. Americans for Financial Reform, « How Americans View Wall Street and Financial Regulation », août 2017, http://ourfinancialsecurity.org/americans-view-wall-street-financial-regulation-august-2017/.
83. J. Mason et S. N. Lynch, « Trump's Message to Bankers : Wall Street Reform Rules mai Be Eliminated » *Reuters*, 11 avril 2017.
84. J. Dizard, « The Trump Era of Light-Touch Regulation Dawns », *Financial Times,* 2 juillet 2017.
85. Litt., « offrir espoir et possibilités aux investisseurs, aux consommateurs et aux chefs d'entreprise » (NdT).
86. H. Levintova, « House Republicans Are Trying to Pass the Most Dangerous Wall Street Deregulation Bill Ever », *Mother Jones,* 7 juin 2017.
87. G. Bennett, « House Passes Bill Aimed at Reversing Dodd-Frank Financial Regulations », *NPR,* 8 juin 2017.
88. « A Financial System That Creates Economic Opportunities : Banks and Credit Unions – Core Principles for Regulating the United States Financial System », US Treasury report to President Donald J. Trump, Executive Order 13772, juin 2017.
89. J. Dizard, « The Trump Era of Light-Touch Regulation Dawns », *Financial Times,* 2 juillet 2017.
90. A. Scaggs, « Save the OFR », *Financial Times,* 15 juin 2017.
91. B. Jopson, « US Regulator Moves to Loosen Volcker Rule », *Financial Times,* 2 août 2017.
92. R. Tracy, « Trump Team to Recommend Keeping Dodd-Frank Liquidation Power », *The Wall Street Journal*, 29 novembre 2017.
93. Au sujet de la défense de Greenspan, voir A. Greenspan, « The Crisis », *Brookings Papers on Economic Activity,* printemps 2010, p. 202-250. Pour la couverture médiatique, voir Dealbook, « Greenspan : The Fed Failed to Gauge the Bubble », *New York Times,* 18 mars 2010.
94. B. Bernanke, « Shrinking the Fed's Balance Sheet », *Brookings,* 26 janvier 2017.
95. V. Guida et B. White, « Trump Dumps Yellen, Picks Powell in Biggest Economic Move », *Politico*, 2 novembre 2017, https://www.politico.com/story/2017/11/02/trump-picks-powell-fed-chair-244475.
96. Voir la bio de J. Powell du Bipartisan Policy Center, https://bipartisanpolicy.org/person/jerome-powell-0/.
97. B. Applebaum, « In Choice of Fed Chairman, Trump Downgrades Deregulation », *New York Times,* 29 octobre 2017.
98. D. A. Irwin, « Mr Trump's Trade War », *The Wall Street Journal,* 15 décembre

2017.

99. D. Lawder, « G20 Ministers Give Mnuchin Space to Define Trump Trade Agenda », *Reuters*, 20 mars 2017.
100. C. Jones et S. Fleming, « G20 Drops Vow to Resist All Forms of Protectionism », *Financial Times,* 18 mars 2017.
101. *Ibid*.
102. A. Parker, P. Rucker, D. Paletta et K. Deyoung, « Inside Donald Trump's Sudden Reversal on NAFTA », *Chicago Tribune,* 27 avril 2017.
103. J. Mason et D. Lawder, « Trump Says Was "Psyched to Terminate NAFTA" but Reconsidered », *Reuters*, 26 avril 2017.
104. « Inside Donald Trump's Sudden Reversal on NAFTA. »
105. M. Grunwald, « The Trade Deal We Just Threw Overboard », *Politico Magazine,* mars-avril 2017.
106. D. A. Irwin, *Clashing over Commerce : A History of US Trade Policy,* Chicago, Chicago University Press, 2017, p. 9115-10214 de l'édition Kindle.
107. G. Shaffer, M. Elsig et M. Pollack, « The Slow Killing of the World Trade Organization », *Huffington Post*, 17 novembre 2017, https://www.huffingtonpost.com/entry/the-slow-killing-of-the-world-trade-organization_us_5a0ccd1de4b03fe7403f82df.
108. P. Levy, « Robert Lighthizer's Global Trade Governance Critique », *Forbes,* 12 décembre 2017.
109. « US Broadside Leaves WTO Meeting in Tatters », *Deutsche Welle*, 12 décembre 2017.
110. K. McNamara, « Trump Takes Aim at the European Union : Why the EU Won't Unify in Response », *Foreign Affairs,* 24 janvier 2017.
111. E.-K. Symons, « Steve Bannon Loves France », *Politico,* 22 mars 2017, et C. Alduy, « The Novel That Unites Marine Le Pen and Steve Bannon », *Politico*, 23 avril 2017.
112. D. Frum, « Trump's Trip Was a Catastrophe for US-Europe Relations », *Atlantic,* 28 mai 2017.
113. J. Henley, « Angela Merkel : EU Cannot Completely Rely on US and Britain Any More », *The Guardian,* 28 mai 2017.
114. R. Haass, Twitter, 28 mai 2017.
115. Discours d'Emmanuel Macron à la Sorbonne, texte intégral, version anglaise, http://international.blogs.ouest-france.fr/archive/2017/09/29/macron-sorbonne-verbatim-europe-18583.html.
116. Remarques du président Trump au peuple de Pologne, 6 juillet 2017, https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/remarks-president-trump-people-poland/.
117. « Schäuble Defends German Trade Surplus in the US », 20 avril 2017, http://www.dw.com/en/sch%C3%A4uble-defends-german-trade-surplus-in-the-us/a-38525267.
118. T. Fairless, « Schäuble Defends Germany's Trade Surplus », *The Wall Street Journal,* 20 avril 2017.
119. B. W. Setser, « G-3 Coordination Failures of the Past Eight Years ? (A Riff on

Coeuré and Brainard) », *Follow the Money* (blog), 23 août 2017, https://www.cfr.org/blog/g-3-coordination-failures-past-eight-years-riff-coeure-and-brainard.

120. Voir les remarques du directeur général de l'OMC, R. Azevedo, « Remarks : The Evolution of Trade, Technology, and Globalization : How to Foster Inclusive Growth », 8 novembre 2017, https://www.wto.org/english/news_e/spra_e/spra198_e.htm.
121. C. Constantinescu, A. Mattoo et M. Ruta, « The Global Trade Slowdown : Cyclical or Structural ? », International Monetary Fund, n° 15-16, 2015.
122. Voir la redoutable critique dans S. J. Evenett et J. Fritz, *Will Awe Trump Rules ? The 21st Global Trade Alert Report,* Londres, CEPR, 2017.
123. B. W. Setser, « Dark Matter. Soon to Be Revealed ? », *Follow the Money* (blog), 2 février 2017, https://www.cfr.org/blog/dark-matter-soon-be-revealed.
124. National Security Strategy of the United States, Washington, décembre 2017, 37, https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2017/12/NSS-Final-12-18-2017-0905.pdf.
125. D. A. Graham, « The Wrong Side of "the Right Side of History" », *Atlantic,* 21 décembre 2015, https://www.theatlantic.com/politics/archive/2015/12/obama-right-side-of-history/420462/.
126. FMI, *World Economic Outlook,* 23 octobre 2017, 187, 204.

CHAPITRE 25 – THE SHAPE OF THINGS TO COME

1. *The Shape of Things to Come,* titre d'un ouvrage de prospective de H.G. Wells, non traduit en français. Paru en 1933, il décrit l'histoire politique et économique du monde jusqu'en 2106. Un film en a été tiré en 1936, dont le scénario et les dialogues ont été rédigés par Wells lui-même, sous le titre *Things to Come* (NdT).
2. N. Barkin et E. Piper, « In Davos, Xi Makes Case for Chinese Leadership Role », *Reuters*, 17 janvier 2017.
3. « President Xi's Speech to Davos in Full », *World Economic Forum*, 17 janvier 2017.
4. E. Wong et C. Buckley, « Stock Market Plunge in China Dents Communist Party's Stature », *New York Times,* 9 juillet 2015.
5. C. Walter et F. Howie, *Red Capitalism : The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise,* Singapour, Wiley, 2011.
6. « China Forex Reserves Fall $512.66 Billion in 2015, Biggest Drop on Record », *Reuters*, 7 janvier 2016.
7. « China's Yuan Carry Trade, an Anchor and a Risk for Asia », *Reuters,* 30 janvier 2014 ; et « Is the $1tn China Carry Trade Imploding ? », *Financial Times,* 5 février 2015.
8. « Highlights of the BIS International Statistics », BIS, 7 décembre 2014.
9. R. N. McCauley, « Capital Flowed Out of China Through BIS Reporting Banks in Q1 2015 », BIS, 13 septembre 2015.
10. « The World Economy Is Picking Up », *The Economist,* 18 mars 2017.
11. « China's Slowdown and Cheap Oil », BBC, 26 août 2015.
12. « Timeline of China's Attempts to Prevent Stock Market Meltdown », *Reuters*, 28 août 2015.
13. « The World Economy Is Picking Up. »
14. S. Fischer, « The Federal Reserve and the Global Economy », Board of Governors of the Federal Reserve System, 11 octobre 2014.
15. « Janet Yellen Invokes China 16 Times in 1 Hour », CNN, 18 septembre 2015.
16. « Fed Should Not Raise Interest Rates Just Yet : China FinMin », CNBC, 12 octobre 2015.
17. « Fed's Focus on China Unnerves Some Investors », *Reuters*, 18 septembre 2015.
18. « Fed Raises Key Interest Rates for First Time in Almost a Decade », *New York Times,* 16 décembre 2015.
19. B. Setser, « Too Chinese (and Russian) to Fail ? ».
20. « The View of the Eurozone Crisis from China », *Chicago Policy Review,* 16 avril 2012 ; et « China's Fears Grow over Eurozone Crisis », *The Telegraph,* 20 août 2012.
21. V. Dombrovskis et P. Moscovici, « Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union », Bruxelles : Commission européenne, 2017.
22. « Initiative for Europe : A Sovereign, United, Democratic Europe », discours d'Emmanuel Macron, Sorbonne, Paris, 26 septembre 2017.

23. A. Lerner, « The Economics and Politics of Consumer Sovereignty », *American Economic Review* 62, 1972, p. 258-66.
24. Les deux contributions les plus marquantes étant C. Clark, *Sleepwalkers,* Londres, Penguin Press, 2013 ; et J. Leonhard, *Pandora's Box,* Cambridge, MA, Harvard University Press, 2017.
25. M. Mann, *Sources of Social Power,* vol. II, 2e éd., Cambridge, Cambridge University Press, 2012, propose une remarquable reconstitution sociale théorique.