

La régulation financière entre globalisation et fragmentation

Par François VALÉRIAN

Ingénieur en chef des Mines, Conseil général de l'Économie. Professeur associé de finance au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

Depuis deux cents ans, l'espace financier est plus fluide et cohérent qu'un espace politique fragmenté par les frontières des États. Ce contraste paraissait acceptable tant que les crises financières étaient surtout régionales, mais nous savons aujourd'hui qu'un repli du marché immobilier américain peut causer un changement de constitution en Islande et une faillite presque générale en Grèce. L'interdépendance des marchés financiers rend désormais de plus en plus dangereuse la tension entre globalisation financière et fragmentation du politique. Les crises de 2008-2012 ont mis à l'épreuve la coordination internationale des régulations publiques de la finance. L'affirmation du G20 comme pseudo-gouvernement mondial, les régulations non contraignantes mais très respectées du comité de Bâle, les efforts européens de coordination des budgets et des supervisions sont autant de manifestations d'une globalisation du politique face aux risques systémiques de la finance.

Il faut réguler la finance, parce qu'elle fait appel à la confiance publique sur de l'argent

La finance fait appel à la confiance publique, car elle vend et achète de l'avenir, par nature incertain. L'acheteur d'une action espère de bons résultats de l'entreprise dont il devient partiellement propriétaire, et l'acheteur d'une obligation espère que l'emprunteur ne fera pas défaut, versera les intérêts et remboursera le capital. Même si je ne veux pas entendre parler des marchés financiers et ne veux que laisser mes économies sur un compte bancaire, l'avenir de ma banque m'importe au plus haut point, alors que celui de mon constructeur automobile ou de mon restaurant de quartier ne concerne que mon confort ou mes habitudes.

Les institutions financières font largement appel au public pour se financer elles-mêmes par des dépôts ou des dettes, mais aussi pour proposer à celui-ci des titres nouvellement émis ou déjà présents sur les marchés. Les bourses ou les marchés de capitaux permettent d'accroître les possibilités de mobilisation financière, mais ils ont fait entrer dans le même temps la finance sur la place publique, et ce depuis le marché couvert d'Amsterdam où s'organisa la première bourse de valeurs, au début du XVII^e siècle.

L'appel de la finance à la confiance publique concerne un bien particulier, qui ne peut être comparé à aucun autre parce qu'il permet de tous les acheter. Ce bien, l'argent, est indispensable à la vie matérielle, mais nécessite une vigilance qui soit à la hauteur des actes que certains sont prêts à commettre pour en gagner davantage.

Pour ces trois raisons d'appel à la confiance, de mobilisation du public et de particularité de l'argent, la puissance politique doit réguler la finance. Or la puissance politique, ce sont largement les États, concurrents ou opposés, rarement amis, toujours multiples.

Finance globalisée, fragmentation du politique

Le politique est fragmenté, alors que la finance semble achever de nos jours un processus d'internationalisation entamé il y a plus de deux cents ans. Au début de la guerre d'indépendance américaine, un prêteur sur six à la couronne anglaise était déjà étranger et, en 1803, la moitié de la dette publique des États-Unis était détenue en dehors du territoire national. Les frères Rothschild, dès la fin des guerres napoléoniennes mais surtout à partir des années 1820, organisent les émis-

sions obligataires des grands États européens et nouent avec chacun d'eux des relations de régulation mutuelle. Ils ont obtenu de différents souverains l'autorisation d'exercer, mais, en même temps, ils imposent à ces souverains des conditions qu'on dirait aujourd'hui de gouvernance afin de réduire le risque d'obligations qu'ils vendent au public et qu'ils gardent, souvent, aussi dans leurs bilans. Ils obtiennent que des domaines de la couronne de Prusse soient hypothéqués en garantie des obligations émises et que leur revenu aille en priorité au service de la dette, et il leur est accordé que ces garanties fassent l'objet d'un vote des États provinciaux. Ils obtiennent aussi que la dette prussienne soit plafonnée.

Face à une finance dont l'internationalisation est de plus en plus forte et qui, dès la fin du XIX^e siècle, connaît d'importants krachs boursiers, les États agissent isolément, voire luttent les uns contre les autres par le biais de la finance : une partie des fameux emprunts russes est arrangée par le Crédit Lyonnais pour permettre l'amélioration du réseau ferroviaire russe jusqu'à la frontière avec l'Empire allemand, et donc un transport de troupe plus rapide en cas de guerre. Avant 1914, tout juste peut-on trouver quelques épisodes de coopération entre les banques centrales de France et d'Angleterre, prêt d'or de la Banque de France à celle d'Angleterre à l'occasion de la crise de Baring's en 1890 ou escompte de billets anglais



Photo © Collection KHARBINE-TAPABOR

« Face à une finance dont l'internationalisation est de plus en plus forte et qui, dès la fin du XIX^e siècle, connaît d'importants krachs boursiers, les États agissent isolément, voire luttent les uns contre les autres par le biais de la finance : une partie des fameux emprunts russes est arrangée par le Crédit Lyonnais pour permettre l'amélioration du réseau ferroviaire russe jusqu'à la frontière avec l'Empire allemand, et donc un transport de troupe plus rapide en cas de guerre. »
Illustration de Hilly tirée de *Le Sourire* du 9 février 1911.

à Paris pour soulager la pression s'exerçant sur les réserves anglaises lors de plusieurs crises de la fin des années 1900.

L'entre-deux-guerres fournit aux États plusieurs sujets importants de coopération en matière financière. La circulation massive de capitaux de l'Allemagne vers la France et l'Angleterre, puis de ces deux pays vers les États-Unis au titre des remboursements de la dette de guerre, conduit à la création de l'Agent général du paiement des réparations, qui se transforme en Banque des Règlements Internationaux (BRI) en 1930. Cette circulation de capitaux relie davantage entre eux les taux d'intérêt, ce dont les banques centrales prennent conscience, comme le montre la décision conjointe des Américains, des Français, des Britanniques et des Allemands de baisser leurs taux directeurs à l'automne 1927. Par ailleurs, la création ou le développement de plusieurs États fragiles sur les territoires des anciens Empires austro-hongrois, ottoman et russe donnent lieu, dans les années 1920, à des prêts internationaux dits de stabilisation, souvent à l'initiative de la Banque d'Angleterre, que relayent des banques privées de diverses puissances.

La crise mondiale met fin à ces efforts de coopération financière internationale. Lorsqu'en 1931, la Creditanstalt autrichienne fait faillite, la BRI tente d'arranger au profit de l'Autriche un prêt de onze pays à la demande de la Société des Nations, mais les pays créditeurs ne peuvent s'entendre sur les conditions à imposer à l'emprunteur.

Par contraste avec les désordres financiers antérieurs, les trente années qui suivent la Deuxième Guerre mondiale sont parfois présentées comme un temps où le politique a su réguler le financier - un temps dont il faudrait s'inspirer pour la régulation financière présente ou à venir. C'est oublier les conditions très particulières de la finance des années 1950 et 1960, très peu présente dans toute la partie du monde soumise au communisme planificateur et, en dehors de cette partie du monde, fortement gouvernée dans ses flux par la puissance financière hégémonique de l'époque, les États-Unis, et sa monnaie, le dollar. La fin de l'hégémonie américaine, au tournant des années 1970, conjuguée à la globalisation des échanges, a ouvert une période qui dure toujours, caractérisée par un espace financier désormais global et un espace politique bien plus fragmenté qu'il ne l'était du temps des réserves inépuisables d'or américain. Ce politique fragmenté peine à réguler les secousses de la finance globale.

Soubresauts financiers et coopération politique

C'est du début de ces turbulences que datent deux initiatives importantes de régulation financière ou économique internationale. En 1975, les six chefs d'États ou de gouvernements des États-Unis, de la France, du Royaume-Uni, de l'Allemagne, de l'Italie et du Japon se réunissent au sein du G6 et décident de se voir chaque année pour évoquer des sujets économiques et financiers d'intérêt commun. Le G6 devient le G7 en 1976 avec l'inclusion du Canada, puis le G8 en 1997 avec celle de la Russie. Au sein de cette instance, les échanges sont le plus souvent informels, mais ils peuvent



Photo © Brynjar Gauti/ AP-SIPA

« La récession économique immédiate qui résulta de la faillite des trois banques islandaises provoqua un changement de gouvernement et le vote d'une nouvelle constitution. » Le parlement islandais en train de débattre d'une réforme de la Constitution, Reykjavik, janvier 2010.

déboucher sur d'importantes décisions concertées, comme en 1985 l'Accord du Plaza pour dévaluer le dollar face au mark et au yen. Ce groupe de dirigeants n'a pas de réalité juridique, ni en tant que tel de souveraineté politique, mais la force du consensus entre eux crée parfois de la régulation financière internationale.

Un autre groupe dépourvu de pouvoir juridique officiel, mais dont le pouvoir sur le monde financier s'accroît continûment depuis sa création, est le comité de Bâle hébergé par la BRI. Tout comme le G8, il est issu des troubles monétaires des années 1970 et du défaut du Bankhaus Herstatt en 1974 alors que cette banque allemande était contrepartie d'une transaction de change considérable. Le comité de Bâle émane des puissances publiques car il regroupe les représentants des régulateurs et des banques centrales, mais il ne produit que des recommandations qui sont dénuées de toute force juridique directe. Très grande est cependant la force juridique indirecte du comité de Bâle, qui depuis les années 1980, en est à son troisième ensemble de recommandations sur la structure bilancielle des banques. Les principaux États transforment les recommandations de Bâle en droit positif ou adoptent des dispositions voisines, et l'influence du comité de Bâle est désormais telle que sans attendre le droit positif, les principales banques répondent aux souhaits des marchés en se conformant à ses recommandations.

La crise de 2008 a montré à quel point la finance était désormais globalisée. Il a suffi d'un repli du marché immobilier américain pour ralentir considérablement la croissance économique mondiale, par le simple effet de prêts immobiliers dont la combinaison en grand nombre était censée faire baisser le risque et intéresser les investisseurs financiers du monde entier.

Le cas de l'Islande, pays dont les banques avaient pourtant acheté très peu de prêts titrisés américains, illustre les tensions produites par la crise entre finance globale et politique fragmentée. Les trois principales banques islandaises, Kaupthing, Landsbanki et Glitnir se sont retrouvées en cessation de paiement et dans l'obligation d'être nationalisées en l'espace de quelques jours, au début de l'automne 2008. Dans les mois et même les années qui ont suivi, la prise de risque excessive au sein de ces banques et un certain nombre d'irrégularités graves ont été sévèrement dénoncées, en premier lieu par les Islandais eux-mêmes. Cependant, il serait faux de prétendre que la déconfiture des trois banques considérées s'expliquerait uniquement par leurs propres excès. Elles se sont retrouvées en crise de liquidités parce qu'après la faillite de Lehman Brothers, elles ont été incapables de se refinancer ou de faire face à l'exigibilité de leurs emprunts, une incapacité résultant de la dégradation de leur notation financière. Or, ces banques ont été dégradées en septembre

2008 bien plus fortement que d'autres parce que, dès 2006, un petit nombre d'intervenants sur le marché des dérivés de titres de crédit (*Credit Default Swaps* ou CDS) s'accordait à trouver les banques islandaises plus risquées que d'autres, car elles étaient assises en dernier recours sur un tout petit État. Les deux années de controverse sur le risque islandais entre le monde des affaires islandais, soutenu par le gouvernement, et les analystes de grandes banques d'affaires internationales culminèrent à la télévision islandaise en juillet 2008, quand une ministre accusa un analyste de Merrill Lynch de ne rien comprendre à l'Islande. La controverse ne porta quasiment pas sur des fautes de management encore inconnues à l'époque, mais presque uniquement sur le décalage entre l'importance internationale prise par les trois banques et la petite taille du prêteur islandais en dernier ressort.

La récession économique immédiate qui résulta de la faillite des trois banques islandaises provoqua un changement de gouvernement et le vote d'une nouvelle constitution, et la crise financière eut aussi des répercussions internationales majeures. Trois États, l'Islande, le Royaume-Uni et les Pays-Bas, réagirent à cette secousse d'une crise financière globale en s'opposant très vivement entre eux. Deux banques islandaises, dans les mois précédant leur faillite, s'étaient largement financées sur le marché de détail des dépôts en ligne au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. En septembre 2008, le Royaume-Uni eut recours à une loi antiterroriste de 2001 pour saisir les actifs britanniques d'une de ces banques, qui tentait sans doute de leur faire quitter le territoire britannique. Dans les années qui suivirent, l'Islande refusa sa garantie aux gouvernements britannique et néerlandais qui avaient dédommagé leurs déposants et fut attaquée par les deux autres pays devant l'Association Européenne de Libre-Échange (EFTA).

La difficulté pour les pays à coopérer dans un contexte de faillite bancaire n'a pas été observée que pour les banques islandaises. Cependant, la crise financière a vu naître un nouveau mode de gouvernance internationale de la régulation financière sous l'égide du G20, dont le rôle s'est considérablement accru dès le sommet de Washington à la fin de 2008.

Le G20, pseudo-gouvernement mondial ?

Le G20, créé aux côtés du G8 en 1998 peu après la controverse sur les interventions du FMI en Asie du Sud-Est, était destiné, selon les conceptions de ses inventeurs principalement américains et canadiens, à faire davantage de place aux pays en développement dans la délibération sur les affaires économiques du monde. Alors que tous les membres du G8, à l'exception peut-être du Canada, étaient déjà de grandes puissances il y a plus de cent ans, ce n'est pas du tout le cas des membres du G20, groupe de pays où par ailleurs l'Europe est sous-représentée au regard de son poids économique.

Le G20, qui n'était depuis 1998 qu'un groupe de ministres, réunit des chefs d'État depuis le Sommet de Washington en 2008. Depuis ce sommet, et plus encore depuis celui de Londres, en avril 2009, le G20 publie des déclarations com-

munes comme s'il était un gouvernement mondial, demandant des actions à des organismes qui le plus souvent ne sont sous l'autorité d'aucun des gouvernements représentés, comme la Banque mondiale, le FMI ou le Comité de Bâle. Ce gouvernement mondial qui n'en est pas un, mais jouit d'une attention considérable, a obtenu une influence incontestable. C'est sous son impulsion que s'est formé au sein de la BRI le *Financial Stability Board* (FSB), qui publie régulièrement des recommandations sur des sujets de régulation financière souvent complexes. Le FSB a encouragé la formulation et la mise en œuvre des nouvelles règles prudentielles de Bâle 3 qui restent le principal succès de la régulation financière internationale depuis la crise de 2008, et c'est ce même FSB qui tient à jour la liste des banques dites d'importance systémique, auxquelles Bâle 3 impose une surcharge de capital.

Efficace sur la structure bilancielle des banques en activité, la régulation financière semble l'être beaucoup moins dans l'établissement de procédures de traitement des banques en crise ou en défaut. Le FSB a appelé les principaux établissements bancaires à rédiger leurs « dernières volontés », *living wills* dans le vocabulaire imagé de la régulation, et donc à imaginer elles-mêmes comment gérer au mieux une crise éventuelle de leurs liquidités. Dans ses instructions aux banques, le FSB leur demande de ne pas supposer une coopération des superviseurs en cas de crise de liquidités, ce qui paraît prudent et inspiré par l'expérience, mais affaiblit les appels du G20 à une meilleure coopération internationale. Le superviseur britannique et certains superviseurs américains ont publié des déclarations conjointes prévoyant que, selon la nature de la banque en défaut, un seul régulateur en prendrait le contrôle et procéderait à sa liquidation, mais la portée pratique de ces déclarations est encore incertaine. Or, dans la mesure où il n'existe pas de schéma international de gestion des crises bancaires, les superviseurs peinent à s'entendre sur ce qu'il convient d'exiger des filiales de banques étrangères, voire de leur maison-mère. Aux États-Unis, la tendance semble être d'exiger de ces filiales des ratios *minima* en capital, et le superviseur britannique demande de son côté que les banques étrangères n'établissent plus de simples agences à Londres, à la manière islandaise, mais de vraies filiales dotées en capital, si ce n'est une exception qui semble faite au moins pour les grandes banques chinoises. Par ailleurs, les superviseurs américains aimeraient avoir le droit d'intervenir dans les maisons-mères européennes des filiales présentes sur le sol américain de manière à pouvoir contrôler la prise de risque sur ces filiales.

Peu de choses décisives ont été accomplies par la coopération internationale sur la structure des marchés de capitaux et de l'industrie bancaire. Les régulations européenne et américaine ont renforcé les obligations de compensation des produits dérivés, mais ces obligations sont loin de prévaloir dans le monde entier.

Il a été beaucoup question, aussi, de réinventer la loi Glass-Steagall de séparation entre banques commerciales et banques d'affaires, et nombre de rapports ont été produits sur ce sujet. La loi américaine a opté pour une interdiction très minimale d'activités, la loi britannique prévoit un cloisonnement plus conséquent à l'intérieur des établissements

bancaires, mais sa mise en œuvre reste incertaine, et la Commission européenne a produit le rapport Liikanen, qui recommande lui aussi un cloisonnement, mais dont la traduction en directive est très improbable du fait de l'opposition de l'industrie bancaire et de plusieurs États, dont la France, soucieux de défendre leurs banques. Il est vrai que le débat théorique sur l'intérêt de telles séparations n'est pas tranché. Enfin, la régulation de ce vaste secteur aux limites floues que l'on appelle le *shadow banking*, qui transforme de la maturité sans pour autant collecter des dépôts, est encore largement dans les limbes, même si le FSB appelle à davantage de contraintes sur le financement par repos ou sur les prêts de titres pour vente à découvert. Il est d'ailleurs prévisible que le *shadow banking*, moins régulé car moins proche des épargnants, croîtra d'autant plus que l'on régulera le reste de la finance.

Par contre, le système financier plus ou moins opaque qui s'est développé depuis les années 1960, voire depuis l'entre-deux-guerres, et permet à des masses d'argent d'échapper à l'impôt ou de rester entièrement cachées, est depuis la crise de plus en plus attaqué par la coopération entre États. On touche là à la complexité du rôle de la puissance publique par rapport au monde financier. La puissance publique ne se contente pas d'imposer des règles à la finance, elle est aussi actrice de la finance, et ce au moins à trois titres : les États lèvent l'impôt, ils empruntent sur les marchés, et les banques centrales achètent et vendent sur ces mêmes marchés.

La puissance publique, régulatrice et actrice de la finance

Les succès remportés sur le front de l'évasion fiscale comptent peut-être parmi les résultats les plus étonnants obtenus par la régulation financière internationale depuis la crise de 2008. Quand les États membres du G20, touchés par la crise dans leurs recettes fiscales, avaient tous signé à Londres en avril 2009 cette phrase étonnante - "*The era of banking secrecy is over*" -, ils avaient davantage suscité le scepticisme que l'enthousiasme. Or, en octobre 2014, la plupart des pays participant sous l'égide de l'OCDE au *Global Forum on Transparency and Exchange of Information for Tax Purposes* ont accepté d'entrer dans un système d'échange automatique d'informations fiscales, c'est-à-dire un échange d'informations qui n'ait pas besoin d'être motivé par une requête précise. Ce système, auquel l'OCDE était loin de se rallier en 2009, n'était alors réclamé que par les organisations les plus radicales de la société civile. L'évolution du sujet sur cinq ans est exemplaire des modes complexes de gouvernance internationale qui se sont mis en place depuis la crise pour faire face à la globalisation de la finance.

En 2009, le Sommet de Londres du G20 demande à l'OCDE, sur laquelle il n'a pourtant aucune autorité formelle, d'établir des listes de paradis fiscaux selon leur degré d'ouverture à l'échange d'informations fiscales. Mais l'exercice tourne court, car presque toutes les juridictions concernées concluent à la hâte des traités d'échange d'informations avec d'autres pays, traités qui ne prévoient pas d'échange

automatique, mais seulement des échanges dont le pays demandeur d'information doit motiver la nécessité. Ce sont les États-Unis qui, en 2010, donnent au dossier une impulsion décisive au travers d'une loi nationale d'application transnationale, le *Foreign Account Tax Compliance Act* (FATCA). Le FATCA exige de toute banque étrangère qu'elle communique aux autorités américaines les comptes détenus par des citoyens américains ou dont des citoyens américains sont les bénéficiaires ultimes. La plupart des États importants, à l'exception de la Russie et de la Chine, ont accepté de coopérer sur le sujet avec les autorités américaines, et l'accord récent de Berlin est une sorte de FATCA élargi et multilatéral.

Les États collectent des recettes fiscales, mais ces recettes, même augmentées de ce qui est pris sur la fraude, suffisent de moins en moins à couvrir les dépenses. Les dettes souveraines sont massives et représentent souvent une part importante du produit intérieur brut annuel, voire un montant supérieur à celui-ci. Il y a là une contradiction potentielle qu'il faut bien comprendre, car elle complique la relation entre les diverses puissances publiques et la finance globale. Tant que les États ne font que réguler pour le bien public, tant qu'ils collectent les impôts en combattant une finance parallèle ou secrète, ils se situent dans un rapport à la finance parfois conflictuel mais clair, car ils ne participent pas aux excès éventuels du monde financier.

Au contraire, quand les États s'endettent massivement, ils deviennent des acteurs importants du monde financier et contribuent au gonflement d'une dette dont on sait qu'elle accroît à la fois le revenu et le risque des économies. Tant que l'économie, financière et non financière, est en croissance, les banques se portent bien et l'économie n'a pas besoin d'interventions des États, dont la dette croît peu et se finance aisément. Si les banques sont atteintes dans leurs bilans par une crise semblable à celle de 2008, elles-mêmes et de nombreux agents économiques non financiers ont besoin du soutien des États. Or, ce soutien ne peut se manifester sans un gonflement brutal de la dette, qui ne peut lui-même se réaliser que par un nouvel appel au monde financier. Le monde financier, déjà éprouvé par sa propre crise, fait moins confiance aux États et les rendements qu'il exige des obligations souveraines peuvent croître très fortement dans certains pays, ce qui empêche pratiquement toute expansion de la dette et aggrave la récession de l'économie. De plus, les banques qui sont nombreuses à investir dans de la dette souveraine subissent encore davantage de dévalorisation de leurs actifs. La solidarité entre États est alors mise à l'épreuve, comme elle l'avait été à plusieurs reprises dans les années 1920 et au début des années 1930, et les décisions prises dans ces circonstances sont lourdes de conséquences économiques et politiques.

La crise de la zone euro, ou la globalisation du politique face à la finance globalisée

Le mécanisme de transfert d'une crise financière privée à une crise des dettes souveraines a été au cœur de la crise de

la zone euro et a motivé des décisions très importantes de régulation à la fois financière et politique. L'inquiétude sur les dettes souveraines s'est amplifiée au sein de marchés obligataires largement mondiaux à partir d'un événement non européen, la crise de la dette de Dubaï en novembre 2009, et en quelques mois les dettes souveraines des pays de la zone euro qui semblaient les plus atteints par la crise économique ont baissé en valeur et augmenté en rendement exigé.

La crise, qui a duré de 2010 à 2012, a été d'autant plus forte que les marchés obligataires avaient fait pendant dix ans, depuis la création de l'euro, l'hypothèse d'une solidarité pourtant non prévue par les traités entre les emprunteurs souverains de la zone euro. Cette solidarité a mis deux ans à se mettre en place, mais elle a touché à la fois le politique et le financier, et il s'agit d'un des cas les plus frappants de globalisation du politique indirectement provoquée par une crise de la finance globale. En l'espace de quelques années, les gouvernements de la zone euro, voire sur certains sujets, ceux de l'Union européenne, se sont accordés sur une discipline budgétaire commune conditionnant des interventions solidaires d'urgence, et sur une supervision conjointe des établissements financiers les plus importants. De manière indépendante, mais en cohérence avec les décisions gouvernementales, la Banque Centrale Européenne a entrepris à l'été 2012, comme la *Federal Reserve* américaine et la Banque du Japon, des achats massifs d'actifs financiers souvent désignés sous le vocable de *quantitative easing*, qui ont apaisé les tensions sur les marchés et sans doute permis d'éviter une récession. Les progrès européens ont été plus lents en matière de définition d'un système unique de résolution en cas de crise d'une banque, ce qui confirme la difficulté, observée aussi entre l'Europe et les États-Unis, de s'accorder par avance sur une solidarité internationale quand les déposants ou les créanciers nationaux risquent d'être atteints.

Face à une crise mondiale des dettes privées ou publiques, les régulations nationales et internationales se sont largement concentrées sur les émetteurs de ces dettes, banques et États, et sur leur risque de faillite. Un autre point de vue sur l'accumulation de dette privée ou publique consiste à dire qu'elle contribue à la création monétaire, et donc à des évolutions différenciées de prix d'actifs et à des modifications de taux de change entre régions du monde. Le débat entre

les États-Unis et la Chine sur la sous-évaluation du *renminbi* est récurrent sur les dernières années. On ne saurait exclure que des sorties non coordonnées du *quantitative easing* entre la *Federal Reserve*, la Banque Centrale Européenne et la Banque du Japon aient à long terme une forte influence sur les taux de change entre le dollar, l'euro et le yen, du fait de l'effet de dévaluation qui semble résulter du *quantitative easing* comme des créations monétaires plus traditionnelles. Ces effets de change sont peut-être aujourd'hui tolérables entre grandes régions du monde, peut-être ne le seront-ils plus demain si l'interdépendance financière s'accroît encore.

Six ans après le choc mondial provoqué par le repli d'un marché immobilier national, la contradiction entre finance globale et politique fragmenté paraît toujours source de turbulences, et porteuse du risque d'une crise nouvelle que des États lourdement endettés et peu solidaires n'auraient plus les moyens de juguler.

Face à cette contradiction, deux points de vue s'opposent.

Un point de vue qui n'a pas été adopté par les gouvernements ces dernières années consiste non pas à globaliser le politique, mais à fragmenter la finance, à la cloisonner de nouveau comme elle l'était, selon certains, jusque dans les années 1970. Cela reviendrait à amoindrir fortement le rôle de la finance et ce qui demeure son efficacité, et risquer ainsi un très fort ralentissement de l'économie.

L'autre point de vue est celui dont on observe la mise en œuvre depuis 2008 et qui consiste, face à une finance globalisée, à globaliser le politique. En l'absence évidente et durable d'un gouvernement mondial, il s'agit d'un processus complexe puisqu'il implique le G20 en tant que pseudo-gouvernement mondial, des comités comme celui de Bâle, des structures régionales plus ou moins intégrées comme l'Union européenne, des lois américaines à portée transnationale, voire une Organisation des Nations Unies paradoxalement très absente de cette globalisation du politique, mais qui a voté à l'automne 2014 une résolution en faveur d'un cadre mondial de restructuration des dettes souveraines en défaut.

Un peu d'optimisme ferait espérer que les marchés financiers, dont l'expansion au XIX^e siècle avait largement soutenu la concurrence entre les États, pourraient les contraindre, dans l'avenir, à coopérer davantage.