

LA FINANCE

AUX METTRE LA FINANCE AU SERVICE DE L'INTÉRÊT GÉNÉRAL

CITOYENS



Auteurs :

Grégoire Niaudet, en collaboration avec Mireille Martini

En partenariat avec :

Finance Watch

Institut Veblen pour les réformes économiques

Michel Crinetz, Alain Grandjean, Kako Nobukpo, Cécile Renouard,
Laurence Scialom

Comité éditorial :

Michel Crinetz, ancien superviseur financier

Alain Grandjean, économiste, membre du conseil scientifique de la FNH

Wojtek Kalinoski, co-directeur de l'Institut Veblen

Benoît Lallemand, secrétaire général de Finance Watch

Kako Nobukpo, économiste au CIRAD (Paris), professeur agrégé

de sciences économiques à l'Université de Lomé, Togo

Dominique Plihon, professeur émérite d'économie, membre du conseil
scientifique d'Attac

Cécile Renouard, directrice de programmes de recherches à l'ESSEC

Laurence Scialom, professeure à l'Université Paris Nanterre

Nous remercions pour leurs contributions :

Émilie Johann, Noëlle Simonot, Gérard Petit, Armelle Guillembet,
Pascale Novelli, Daniel Verger, Christelle Bresin et Sandrine Verdelhan
(Secours Catholique - Caritas France),

Lucile Dufour et Meike Fink (Réseau Action Climat)

Nous remercions spécialement Gaël Giraud, auteur de la postface
de ce rapport.

Conception graphique : Possum Interactive

Illustrations : Yoann Dondicol (Possum Interactive)

Maquette : Guillaume Seyral - Fadip

AVANT-PROPOS

Le combat contre la pauvreté, les inégalités et les injustices est au cœur de la mission du Secours Catholique – Caritas France. Depuis plus de 70 ans, l'association accompagne ceux qui en ont besoin, mobilise et agit contre les causes de ces fléaux. C'est cet engagement qui nous amène à interroger le rôle de l'économie dans nos sociétés, ainsi que les modèles et les politiques économiques qui sont les plus à même de servir le bien commun.

Comme le rappelle le pape François : « *D'une part, jamais comme durant ces années, l'économie a permis à des milliards de personnes de goûter au bien-être, aux droits, à une meilleure santé et à tant d'autres choses. Mais, en même temps, l'économie et les marchés ont joué un rôle dans l'exploitation excessive des biens communs, dans l'augmentation des inégalités et dans la détérioration de la planète.*

Le système financier actuel joue, selon nous, un rôle essentiel dans nos sociétés trop inégalitaires et faisant trop peu de cas des plus exclus.

Une évaluation éthique et spirituelle doit donc savoir se mouvoir dans cette ambivalence qui émerge dans des contextes de plus en plus complexes»¹.

Aujourd'hui, notre monde fait face à de nombreux défis, sociaux, écologiques, politiques qui tous nous interpellent et nous mènent à penser des modèles de développement différents, dans lesquels l'organisation économique et sociale est mise au service des citoyens, de leurs besoins essentiels, de leur dignité et de leur bien vivre.

Le système financier actuel joue, selon nous, un rôle essentiel dans nos sociétés trop inégalitaires et faisant trop peu de cas des plus exclus. Le pape François, dans son encyclique *Laudato Si*, a souligné que la reconstruction d'une maison commune plus durable, d'une société plus juste, d'une économie au service du « *buen vivir* », passait aussi par le chemin de réformes économiques et financières.

« La crise financière de 2007-2008 était une occasion pour le développement d'une nouvelle économie plus attentive aux principes éthiques, et pour une nouvelle régulation de l'activité financière spéculative et de la richesse fictive. Mais il n'y a pas eu de réaction qui aurait conduit à repenser les critères obsolètes qui continuent à régir le monde »².

¹ Pape François, avril 2018 (Préface de *Pouvoir et argent. La justice sociale selon Bergoglio (Potere e denaro. La giustizia sociale secondo Bergoglio)*, Città Nuova.

² Pape François, encyclique *Laudato Si*, 24 mai 2015, 189.

Nous souhaitons participer à la refondation d'une « maison commune » dans laquelle chacun puisse vivre de façon juste et durable et nous pensons que chaque citoyen a un rôle à jouer et qu'il doit être éclairé sur cet enjeu complexe et crucial qui impacte sa vie et celles de milliards de personnes sur cette planète : la finance.

Car la finance joue un rôle essentiel dans l'organisation de l'économie dite « réelle », dans les investissements publics comme privés, les épargnes et les crédits des citoyens, les moyens de paiement. Elle a aussi progressivement pris une place démesurée dans l'économie mondiale, influençant fortement différents secteurs de l'économie mais aussi les politiques publiques.

Il est primordial que la finance puisse être à nouveau mise au service des enjeux de nos sociétés. Quel modèle de système financier est souhaitable pour servir le

L'objectif de ce document est de proposer des analyses et des recommandations pour ouvrir une discussion entre citoyens, acteurs du monde financier et décideurs politiques.

bien commun, quelles sont les pistes de réformes qui permettraient d'éviter de nouvelles crises financières, comment éviter toute dérive spéculative ? Comment réorienter les flux financiers vers des investissements socialement utiles ? Autant de questions qui ont guidé notre réflexion, et auxquelles nous tentons de répondre ici. En

considérant la finance à partir de son impact sur la pauvreté, les inégalités et l'intérêt général, l'objectif de ce document est de proposer des analyses et des recommandations pour ouvrir une discussion entre citoyens, acteurs du monde financier et décideurs politiques.

Parce que la finance est une question de société, parce qu'elle est l'affaire de tous, et parce qu'il est important de (re)donner « la finance aux citoyens ».

Bonne lecture et bonne mobilisation !

Véronique Fayet,
Présidente du Secours Catholique – Caritas France

TABLE DES MATIÈRES

AVANT-PROPOS	3
RÉSUMÉ EXÉCUTIF	7
INTRODUCTION	14
1. RÔLE DE LA FINANCE ET ENJEUX D'INTÉRÊT GÉNÉRAL	16
1.1. La finance, la monnaie, le crédit : acteurs et mécanismes	18
A. De quoi parle-t-on quand on parle de finance ? Les principaux rôles de la finance dans l'économie	18
B. Les banques créent de l'argent, du crédit et du pouvoir d'achat	19
C. Les banques sont encadrées par les banques centrales, qui influencent la quantité totale d'argent en circulation	20
D. Le rôle clé du crédit dans l'économie	22
E. La quantité d'argent en circulation influence le taux de change de la monnaie	25
1.2. Finance : hypertrophie et capture de l'intérêt général	26
2. LA FINANCE MONDIALE : QUARANTE ANS DE DÉRÉGULATION PROGRESSIVE	32
2.1. Les quatre étapes successives de dérégulation de la finance	35
A. À partir de 1973, le régime mondial de changes fixes est abandonné au profit d'un régime de changes flottants	35
B. Les produits dérivés se multiplient pour couvrir de nouveaux risques	36
C. Mise en place de la réglementation bancaire prudentielle	40
D. Externalisation d'activités financières et développement du secteur bancaire parallèle	43
2.2. Une série de phénomènes connexes renforcent la financiarisation	47
A. Les frontières s'ouvrent aux mouvements de capitaux	47
B. L'émergence des méga-banques	48
C. Dérégulation progressive du crédit	50
D. « Mise en marché » de la dette des États avancés	51
3. DES RÉFORMES INSUFFISANTES APRÈS LA CRISE DE 2008	56
3.1 À l'origine de la crise, l'éclatement d'une bulle spéculative immobilière	58
3.2 La crise a été enrayée grâce à un sauvetage public des banques et des politiques monétaires généreuses pour le secteur financier	60
3.3 La réglementation post-crise n'a visé que (partiellement) la stabilité financière	63
3.4 Des mesures monétaires et réglementaires qui ne remettent pas en question les liens entre finance et économie	66
3.5 L'application des réglementations est affaiblie par le manque de moyens des superviseurs et leur proximité avec les acteurs du système qu'ils supervisent	68

4. EXCÈS DE FINANCIARISATION ET CREUSEMENT DES INÉGALITÉS DANS LES PAYS AVANCÉS	72
4.1 La crise de 2008 : impact des crises financières sur les sociétés	74
4.2 La financiarisation de l'économie a profité aux plus riches : les inégalités se sont creusées depuis les années 1980	80
4.3 La financiarisation dévie les investissements de l'économie non financière	85
4.4 Les États surendettés se désengagent sur le plan social, ce qui contribue à l'accroissement de la pauvreté et des inégalités	86
5. FINANCIARISATION DE L'ÉCONOMIE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT	94
5.1 Limites des politiques de coopération et de financement pour les pays émergents et en développement	96
5.2 La crise financière de 2008 a fortement affecté les pays émergents et en développement	98
5.3 Certains aspects de la globalisation financière nuisent structurellement aux pays émergents et en développement	99
A. Le manque d'accès aux devises « fortes » : frein au développement et vulnérabilité aux chocs externes	99
B. Les pays émergents et en développement souffrent de la fuite des capitaux	102
C. Les pays émergents et en développement manquent de systèmes financiers internes qui leur permettraient de canaliser l'épargne vers des projets d'investissement	106
D. Les filières de matières premières sont dominées par des groupes multinationaux qui captent une partie importante de la valeur au détriment des populations des pays émergents et en développement	108
5.4 Les pays émergents et en développement sont mal représentés dans les organes de régulation de la finance internationale	113
6. COMMENT REMETTRE LA FINANCE AU SERVICE DE L'INTÉRÊT GÉNÉRAL ? LES MESURES PROPOSÉES	116
Le diagnostic : en quoi le fonctionnement actuel de la finance nuit à l'intérêt général	118
A. Cinq mesures pour stabiliser le système financier	124
B. Cinq mesures pour orienter le crédit vers des activités socialement utiles	131
C. Deux mesures pour un pilotage de la finance au bénéfice de l'intérêt général	138
D. Deux pistes pour utiliser les outils monétaire et fiscal pour la relance	142
POSTFACE : RÉGULATION FINANCIÈRE : L'ESQUISSE D'UN CHEMIN RÉALISTE, PAR GAËL GIRAUD	145
ANNEXES	149
Liste des pays développés, émergents, en développement et moins avancés	150
Glossaire	159

RÉSUMÉ EXÉCUTIF

LA FINANCE AUX CITOYENS

« Aujourd'hui, en pensant au bien commun, nous avons impérieusement besoin que la politique et l'économie, en dialogue, se mettent résolument au service de la vie, spécialement de la vie humaine. Sauver les banques à tout prix, en en faisant payer le prix à la population, sans la ferme décision de revoir et de réformer le système dans son ensemble, réaffirme une emprise absolue des finances qui n'a pas d'avenir et qui pourra seulement générer de nouvelles crises après une longue, coûteuse et apparente guérison. »

Pape François, Laudato Si, § 189

« La finance aux citoyens : mettre la finance au service de l'intérêt général » : cette orientation est le fil rouge d'une réflexion sur les liens entre finance, pauvreté, inégalités et promotion de l'intérêt général. Réflexion qui s'ancre dans la volonté de penser des modèles économiques et politiques dans lesquels les activités des parties prenantes contribuent à la construction de sociétés justes. Il s'agit aussi ici de prendre acte de la tension et de la complexité entre le rôle fondamental de l'économie et les effets dévastateurs d'activités dérégulées sur les citoyens comme sur la planète.

Ce document en six parties a ainsi pour objectif d'analyser le rôle et le fonctionnement du système financier mondial, de décrypter ses impacts sur la pauvreté et les inégalités, et de proposer des réformes permettant de mettre la finance au service de l'intérêt général.

La banque et la finance jouent en effet un rôle majeur dans l'économie mondiale, au-delà du système financier lui-même. Or les marchés financiers tels qu'ils fonctionnent actuellement génèrent des profits privés, mais sont finalement très peu au service de l'intérêt général. Cela renforce la pauvreté et les inégalités et détourne les flux financiers des enjeux d'intérêt général.

Dans un premier temps, le document s'attache à expliquer en quoi le fonctionnement du système bancaire et financier relève de l'intérêt général. Il évoque ensuite les transformations importantes de la finance mondiale au cours des quarante dernières

années (depuis la fin du régime de changes fixes dit « de Bretton Woods » en 1973). La troisième partie montre comment la crise de 2008 a été partiellement résolue en faisant appel aux banques centrales, et en quoi cela n'a pas suffi pour relancer l'économie.

Les parties 4 et 5 mettent en lumière en quoi le fonctionnement actuel du système financier est mal aligné avec l'intérêt général, tant dans les pays avancés que dans les pays émergents et en développement. Cette inadéquation a notamment contribué à ralentir le développement économique et à creuser les inégalités.

Enfin, la dernière partie propose un ensemble de mesures de réglementation de la finance, afin d'ouvrir une discussion sur les façons de remettre celle-ci au service de l'intérêt général.

Chiffres clés

- ▶ **100 000 milliards \$**, l'encours du marché obligataire en 2014 (10 000 milliards \$ en 1990). Ce marché a augmenté 2,7 fois plus vite que le PIB mondial
- ▶ **75 500 milliards \$**, le PIB mondial
- ▶ **33 300 milliards \$**, les activités de marchés financiers des grandes banques européennes, soit plus de 70% de leurs activités
- ▶ **15 000 milliards \$**, l'encours brut des produits dérivés, c'est-à-dire les montants investis dans ces produits (dont moins de 10% en lien avec l'économie non financière)

1. RÔLE DE LA FINANCE ET ENJEUX D'INTÉRÊT GÉNÉRAL

La finance tient une place essentielle dans l'économie, car elle crée et canalise les ressources financières vers les acteurs économiques qui en ont besoin.

Les banques jouent un rôle d'intérêt général en gérant les moyens de paiement, mais aussi en accordant des crédits, activités par lesquelles elles créent de l'argent, et un nouveau pouvoir d'achat. Dans la zone euro, les pièces et billets représentent environ 10% de l'encours total de la monnaie : le reste de l'argent circule sous forme de chèques, virements ou cartes de paiement.

Lorsque le crédit croît plus rapidement que la production, le prix des biens existants augmente, cela peut aller jusqu'à former des bulles spéculatives. Quand les agents économiques sont trop endettés, ces bulles peuvent éclater, provoquant alors une récession. Celle-ci touche l'ensemble de l'économie, et pas seulement le secteur financier. Par exemple, aux États-Unis, la hausse des salaires a été de 2,4% sur la période 2000-2007, alors que le prix de l'immobilier augmentait de 90% et le volume du crédit immobilier de 134%. Ce sont ces déséquilibres qui ont ouvert la voie à la crise majeure de 2008.

L'activité des banques d'un pays est encadrée par la banque centrale, qui peut influencer la quantité globale d'argent en circulation. Cette quantité a une influence

sur le taux de change de la monnaie qui se répercute sur le coût des importations et la valeur des exportations et, au final, impacte la vie quotidienne de chacun.

L'activité du secteur bancaire et financier est donc essentielle au bon fonctionnement de l'économie et concerne directement l'intérêt général par au moins trois aspects : gestion des moyens de paiement, gestion des crédits, valeur de la monnaie.

Mais, malgré son rôle essentiel pour l'intérêt général, la finance reste plutôt absente du débat citoyen et de la recherche économique. De plus, les dirigeants politiques sont souvent très proches des élites financières et les États dépendants des acteurs financiers, du fait de la mise en marché des dettes publiques.

2. LA FINANCE MONDIALE : QUARANTE ANS DE DÉRÉGULATION PROGRESSIVE

Depuis la mise en place du système des changes flottants en 1973, la finance mondiale a fait l'objet d'une dérégulation progressive. Elle a changé de visage, avec l'apparition de nouveaux produits, dits « dérivés », et de nouveaux acteurs. Outre les menaces sur l'économie, le « flottement » des monnaies a en effet entraîné la mise en place d'outils financiers qui étaient censés servir de couverture contre les variations de change, **les produits dérivés**. Ceux-ci se sont étendus très largement à la couverture d'autres risques et sont eux-mêmes devenus des produits financiers. Leur rôle de couverture est devenu globalement minoritaire au profit de la pure spéculation. Ainsi, actuellement, les produits dérivés sur le pétrole représentent plus de dix fois les volumes physiques de pétrole en circulation.

L'expansion de ces produits dérivés et la volatilité des cours, notamment des devises, a profondément modifié les activités bancaires. Ainsi, dans les années 1980, pour faire face à la montée des risques dans les bilans bancaires, les banquiers centraux ont instauré le **système prudentiel dit « de Bâle »**, imposant aux banques un niveau minimal de fonds propres en fonction des engagements de crédits. Pour échapper à cette contrainte et pour ne plus porter le risque des crédits, la pratique de la **titrisation s'est développée**, elle consiste à vendre un portefeuille de crédits divers à une autre structure. Un système bancaire parallèle important s'est ainsi mis en place, hors du champ de la régulation bancaire, comprenant les fonds d'investissement et de titrisation, c'est la « finance de l'ombre » (*shadow banking*).

Parallèlement, et sous l'influence de la politique économique du Fonds monétaire international (FMI), **les frontières se sont ouvertes aux mouvements de capitaux. La réglementation du crédit et des banques a été assouplie partout dans le monde, permettant des concentrations et l'émergence de multinationales bancaires**, jugées trop grosses pour faire faillite (« *too big to fail* »). Cette déréglementation a également été un des facteurs essentiels d'une croissance exponentielle du crédit, bien au-delà des besoins de l'économie, et de façon déséquilibrée par rapport à ces besoins. Ainsi, principalement dans les pays avancés, le crédit s'est orienté de manière excessive vers l'immobilier urbain ancien et vers les activités spéculatives, ce qui aggrave la pauvreté et les inégalités et favorise l'apparition de bulles pouvant déboucher sur des crises financières et économiques.

Enfin, **une grande partie des États émergents et en développement, puis les États développés, sont devenus emprunteurs sur les marchés financiers**, et en sont aujourd'hui fortement dépendants pour leur financement. Cette forte dépendance à des créanciers privés réduit les marges de manœuvre des gouvernements pour financer les politiques publiques : dépenses de protection sociale accrues face à la crise économique, besoins d'investissements face à la crise climatique et besoins de développement des pays du Sud.

L'ensemble de ces phénomènes a donc permis à la finance de prendre une place démesurée dans les économies mais aussi de peser bien trop fortement sur les politiques publiques, tout en entraînant une instabilité financière grandissante.

3. DES RÉFORMES INSUFFISANTES APRÈS LA CRISE DE 2008

La crise de 2008 a mis en lumière les dysfonctionnements de la finance. Les réponses institutionnelles ont été nombreuses, mais malheureusement insuffisantes. Elles n'ont notamment pas permis de questionner fondamentalement le rôle de la finance, de façon à la remettre au service de l'intérêt général.

La crise financière de 2008 a commencé comme une crise de surendettement immobilier : de nombreux ménages américains avaient du mal à rembourser leurs crédits. Mais elle s'est répandue comme une traînée de poudre dans toute la finance mondiale, notamment du fait de la titrisation de ces crédits, des masses de produits dérivés en circulation et de la libre circulation des capitaux. Les acteurs financiers sont pris de panique ne sachant évaluer ni les risques des actifs qu'ils détiennent, ni ceux des actifs détenus par d'autres acteurs.

La politique d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) menée par les banques centrales, qui consiste à racheter les titres détenus par les banques, n'a pas permis de relancer l'économie : si elle a préservé le fonctionnement du système bancaire, elle a aussi contribué à maintenir des bulles spéculatives sur les marchés financiers et à aggraver des inégalités entre les acteurs financiers et les autres agents économiques.

De nouvelles mesures réglementaires ont été prises en Europe et aux États-Unis visant à une meilleure stabilité du système financier, c'est-à-dire à éviter de devoir recourir à l'argent public en cas de crise. Même si celles-ci vont dans le bon sens, la forte résistance des acteurs financiers et leur proximité avec les décideurs politiques et les régulateurs ont limité leurs portées et certains problèmes majeurs n'ont pu être traités : les activités spéculatives demeurent trop attractives, le secteur financier non bancaire n'est pas mieux régulé, la taille des banques reste trop importante, le crédit est insuffisamment orienté vers les besoins de l'économie réelle...

Les réformes entreprises n'ont finalement que trop peu questionné le rôle de la finance vis-à-vis de l'intérêt général et du financement des enjeux sociaux, économiques et environnementaux.

4. EXCÈS DE FINANCIARISATION ET CREUSEMENT DES INÉGALITÉS DANS LES PAYS AVANCÉS

Au-delà des impacts d'une crise de la finance comme celle de 2008 sur les économies et les populations, **la financiarisation à l'œuvre depuis les années 1970 affecte structurellement les sociétés, en aggravant les inégalités.** En cas de crise financière comme celle de 2008, les économies et les populations subissent les conséquences négatives des risques démesurés pris par les acteurs des marchés financiers. Dans 18 pays de l'OCDE, le niveau des inégalités a plus fortement augmenté entre 2007 et 2010 que sur l'ensemble des 12 années précédentes.

Depuis les années 1980, la croissance du crédit a été **plus rapide que celle de la production et des salaires, d'où des situations de surendettement.** Par ailleurs, la constitution de patrimoines financiers importants a ralenti l'économie non financière, maintenant une partie considérable de la population des économies avancées dans le chômage et la pauvreté et aggravant le creusement des inégalités de patrimoines et de revenus.

Le ralentissement économique post-crise 2008 a creusé le déficit des États, dont les recettes diminuent alors que la charge des prestations sociales augmente. Les créanciers privés des États sont favorables à des politiques d'austérité, qui sont contraires à l'intérêt général et vouées à l'échec, compte tenu du niveau très élevé de l'endettement des États. Pendant ce temps, **le secteur bancaire encore trop peu capitalisé reste une menace pour les finances des États en cas de défaut,** et donc indirectement pour les prestations sociales qui sont pourtant nécessaires.

5. FINANCIARISATION DE L'ÉCONOMIE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT

L'évolution du système financier depuis quatre décennies n'a globalement pas été bénéfique pour les pays en développement. Si la pauvreté y a reculé depuis 1990, elle est encore très présente. Les politiques de développement menées depuis les années 1960-1970, c'est-à-dire pendant la financiarisation rapide de l'économie mondiale, n'ont pas réussi à réduire les inégalités entre les pays, et les écarts de niveaux de vie restent très importants.

Les pays émergents et en développement manquent généralement de devises fortes dont ils auraient besoin pour mener des politiques publiques ambitieuses. Le système financier actuel favorise la remontée des flux de capitaux des pays émergents et en développement vers les pays avancés, au détriment de l'investissement local. Il n'apporte aucune solution au **manque de systèmes locaux permettant de canaliser l'épargne locale vers les infrastructures nécessaires au développement durable** de ces derniers.

Les politiques d'ajustement structurel impulsées par le FMI et la Banque mondiale dans les années 1980 ont favorisé le surendettement en devises de ces pays. Ce dernier absorbe leurs ressources financières au détriment des acquisitions de technologies et d'équipements qui leur permettraient de mener des politiques publiques à la hauteur des enjeux actuels et futurs.

Par ailleurs, la globalisation et la financiarisation des marchés de matières premières ont permis à des multinationales, mêlant activités de production et de commercialisation, de se constituer et de capter une grande partie de la valeur des filières agro-alimentaires et énergétiques au détriment des États et des populations locales.

Ainsi, **le système financier, dans son fonctionnement actuel, crée des obstacles et n'apporte pas de solution aux pays en développement, d'autant plus que ces pays sont quasiment absents des instances qui élaborent les règles financières internationales** et impulsent les orientations politiques. Cette situation est particulièrement inacceptable au regard des besoins d'investissement des pays émergents et en développement pour financer leurs politiques publiques et la transition énergétique et écologique.

6. COMMENT REMETTRE LA FINANCE AU SERVICE DE L'INTÉRÊT GÉNÉRAL ? LES MESURES PROPOSÉES

Remédier à la dérégulation de la finance, à son hypertrophie et à ses impacts négatifs pour l'intérêt général est possible, en revoyant les règles du jeu plutôt qu'en aménageant l'existant.

L'ensemble des propositions peut donc se résumer en un seul mot : **encadrer**.

Les propositions de mesures s'articulent autour d'une vision de long terme forte et ambitieuse et d'un séquençage progressif, suivant quatre axes : pour que l'intérêt général soit protégé, **éviter les risques de crise par la stabilisation de la finance** est nécessaire, mais pas suffisant. Il faut également **une orientation des capitaux en fonction des besoins d'une économie égalitaire et durable**. Pour s'assurer de cette orientation, la puissance publique doit disposer de **leviers de contrôle et de décision**. Enfin, **des moyens immédiats de relance** doivent être trouvés pour surmonter les deux difficultés contextuelles majeures que sont le surendettement généralisé et la menace permanente sur la monnaie que constitue l'ouverture généralisée des frontières aux mouvements de capitaux.

AXE 1 :

Stabiliser le secteur financier, c'est-à-dire protéger l'économie et les sociétés des risques excessifs pris par la finance, notamment en limitant l'activité des banques aux services de détail (dépôts, crédits, paiements) et en encadrant fortement les banques et les fonds d'investissement.

AXE 2 :

S'assurer que ce système financier stabilisé canalise l'épargne vers des activités utiles à la société, notamment en utilisant les réserves obligatoires et les pondérations en risque bancaire et en diversifiant les acteurs bancaires.

AXE 3 :

Réorganiser l'architecture de supervision pour un pilotage de la finance au service de l'intérêt général, notamment en élargissant la composition des organes de supervision au-delà des acteurs financiers et des pays avancés.

AXE 4 :

Utiliser les outils monétaire et fiscal pour la relance, notamment par la création monétaire et la taxation des mouvements de capitaux.

Ces propositions visent à **amorcer un débat large pour remettre la finance au service de l'intérêt général**. Il est à la fois nécessaire de **faciliter l'appropriation citoyenne** de ces enjeux et de pouvoir **dialoguer avec les acteurs du monde financier** et ceux chargés d'élaborer les réglementations et de veiller à leur application.

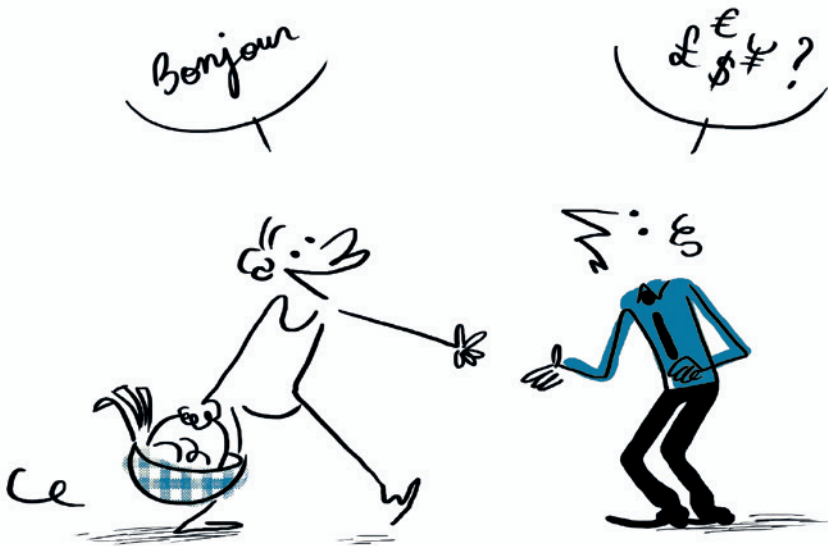
« La récente crise financière aurait pu être l'occasion pour développer une nouvelle économie plus attentive aux principes éthiques et pour une nouvelle régulation de l'activité financière, en éliminant les aspects prédateurs et spéculatifs et en valorisant le service à l'économie réelle. »¹

¹ « *Oeconomicae et pecuniariae quaestiones, Considérations pour un discernement éthique sur certains aspects du système économique et financier actuel* », 5, Congrégation pour la Doctrine de la Foi et Dicastère pour le Service du Développement Intégral, 2017, http://www.vatican.va/roman_curia/congregations/cfaith/documents/rc_con_cfaith_doc_20180106_oeconomicae-et-pecuniariae_fr.html

INTRODUCTION

La banque et la finance jouent un rôle très important dans l'économie mondiale. Le système financier ne concerne pas seulement les banquiers ou les investisseurs professionnels. La manière dont il fonctionne a des conséquences sur l'ensemble de l'économie, et donc sur la vie économique et sociale de chacun.

Les marchés financiers tels qu'ils fonctionnent actuellement génèrent des profits privés, mais pas d'utilité sociale globale, ce qui renforce la pauvreté et les inégalités et détourne les flux financiers des enjeux d'intérêt général.



Les citoyens à la rencontre de la finance.

Ce document, divisé en six parties, a ainsi pour objectif d'analyser le fonctionnement du système financier mondial, de décrypter ses impacts en matière de pauvreté et d'inégalités, et de mettre en débat des propositions de réforme de la finance permettant de mettre celle-ci au service l'intérêt général.

La **première partie** s'attachera à expliquer en quoi le fonctionnement du système bancaire et financier relève de l'intérêt général.

La finance mondiale a connu des transformations importantes au cours des quarante dernières années (précisément, depuis la fin du régime de changes fixes dit « de Bretton Woods » en 1973). Ces dernières seront évoquées dans la **deuxième partie**, car elles permettent de mieux comprendre comment la crise financière majeure de 2008 a pu advenir, mais aussi comment elle a provoqué une crise économique profonde et durable affectant directement des millions de personnes dans le monde, au-delà de la sphère financière.

La **troisième partie** montrera que la crise a été partiellement résolue en faisant appel aux banques centrales, mais que cela n'a pas suffi pour relancer l'économie. Après la crise, des réformes bienvenues de la réglementation du secteur financier mondial ont en effet été faites, mais restent partielles et insuffisantes.

La **quatrième partie** mettra en lumière en quoi le fonctionnement actuel du système financier est mal aligné avec l'intérêt général dans les pays avancés¹ : il a notamment contribué à ralentir l'activité économique et à creuser les inégalités.

Dans les pays émergents et dits en développement, la finance mondialisée a contribué au maintien de la pauvreté et a ralenti le développement, c'est ce qu'illustrera la **cinquième partie**.

La **dernière partie** de ce rapport préconisera un ensemble de mesures de réglementation de la finance, au niveau mondial, pour remettre la finance au service de l'intérêt général. Ces mesures sont conçues comme des thèmes de mobilisation et d'engagement des citoyens, en vue de la construction d'environnements économiques plus stables, plus égalitaires, où l'économie est au service du développement de l'homme et de sa dignité.

L'intérêt général, notre approche

La notion d'intérêt général est l'objet de plusieurs approches différentes. Historiquement, et synthétiquement, l'intérêt général est considéré comme la somme et la recherche de la cohérence des intérêts particuliers dans les cultures anglo-saxonnes (vision utilitariste), alors qu'il les dépasse dans la culture politique française (vision volontariste). En France, l'intérêt général est à la base du droit public dans les régimes républicains successifs et transcende les intérêts particuliers^a.

Pour ne pas entrer dans des débats conceptuels qui dépassent les enjeux de ce document (notamment sur le fait que les intérêts individuels sont par essence contradictoires ou en tension), l'intérêt général sera considéré ici comme la nécessité de respecter les aspirations citoyennes, et notamment celles des plus démunis, afin de faire face aux défis structurels de nos sociétés : lutte contre les inégalités et la pauvreté dans l'ensemble des pays du monde et transformation de nos modèles socio-économiques pour assurer l'indispensable et urgente transition écologique.

a Voir le rapport « Réflexions sur l'intérêt général - Rapport public 1999 » du Conseil d'État, 1999, <http://www.conseil-etat.fr/Decisions-Avis-Publications/Etudes-Publications/Rapports-Etudes/Reflexions-sur-l-interet-general-Rapport-public-1999>

¹ Voir la liste des différentes catégories de pays établie pour les besoins de ce rapport en annexe.

1

RÔLE DE LA FINANCE ET ENJEUX D'INTÉRÊT GÉNÉRAL

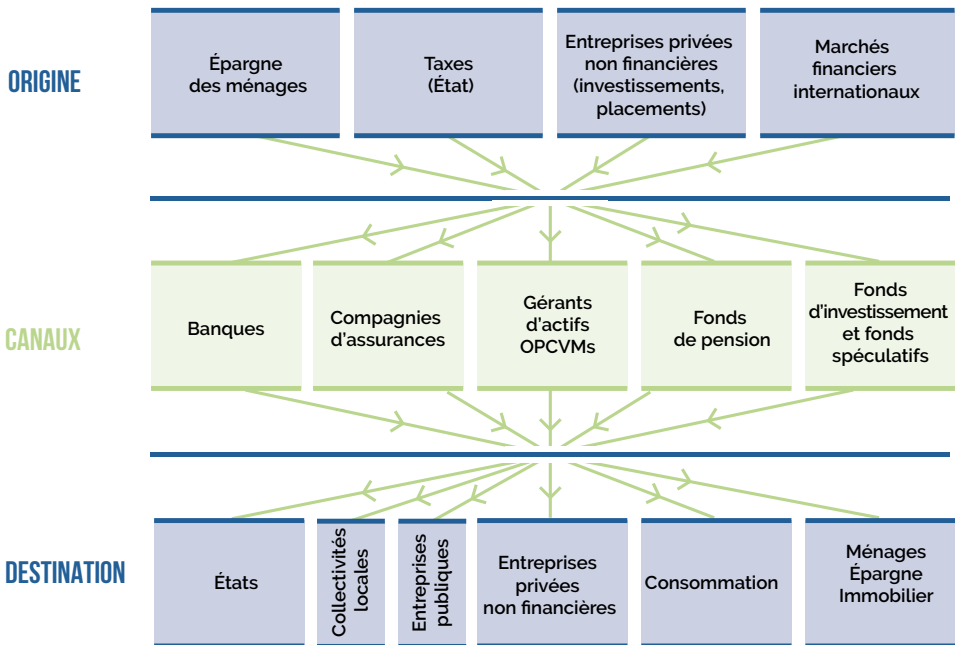
Cette partie s'attache à décrire le fonctionnement actuel de la finance et son rôle devenu crucial par rapport aux enjeux d'intérêt général. Dans un premier temps seront abordés les différents acteurs et instances qui composent le secteur financier ainsi que les mécanismes de création monétaire et le rôle crucial du crédit. Ensuite seront mis en lumière l'impact et les dérives du fonctionnement actuel de la finance sur l'économie et les politiques publiques.

1.1. LA FINANCE, LA MONNAIE, LE CRÉDIT : ACTEURS ET MÉCANISMES

A. DE QUOI PARLE-T-ON QUAND ON PARLE DE FINANCE ? LES PRINCIPAUX RÔLES DE LA FINANCE DANS L'ÉCONOMIE

La finance est un ensemble d'entités qui *créent* et *canalisent* de l'argent qu'elles reçoivent de certains acteurs économiques (les ménages, les entreprises, l'État, les collectivités locales et aussi les acteurs des marchés financiers internationaux) et l'*orientent* vers d'autres acteurs, qui sont demandeurs de cet argent. Ces entités financières peuvent être regroupées en cinq grandes catégories d'acteurs¹ : les banques, les compagnies d'assurances, les fonds de pension et les caisses de retraite, les organismes de gestion collective et les fonds d'investissement, dont certains affichent une vocation spéculative (en anglais, *hedge funds* ou fonds spéculatif).

FINANCE : DIFFÉRENTS ACTEURS QUI CRÉENT, ORIENTENT ET UTILISENT L'ARGENT

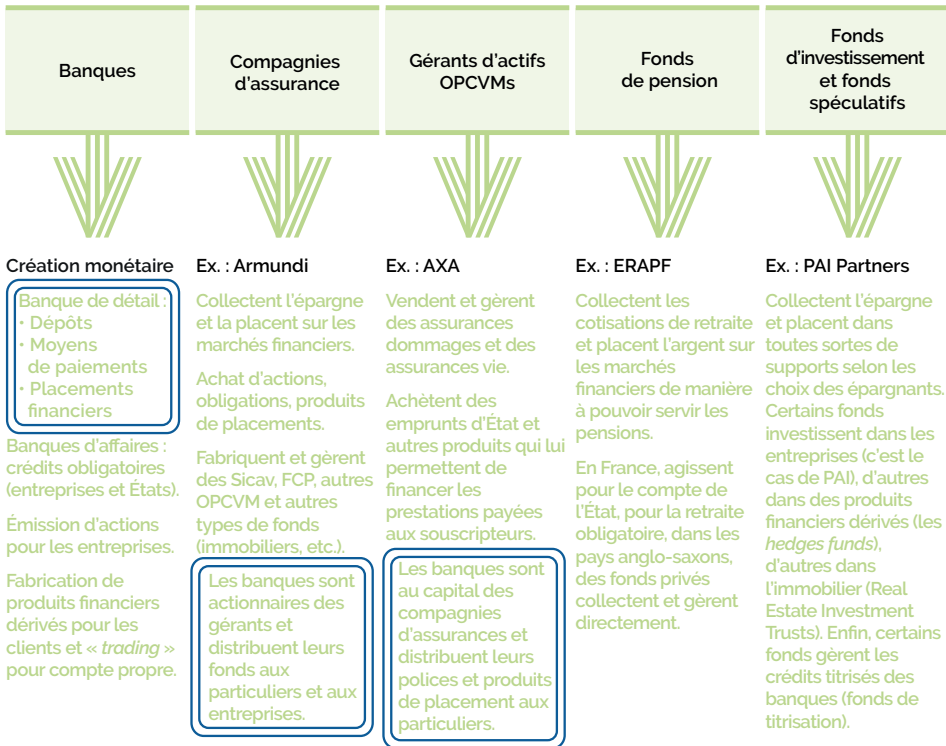


Le secteur financier est ainsi le lieu où se détermine ce que l'argent rapporte, et les conditions dans lesquelles les acteurs économiques peuvent en emprunter. L'emprunt est nécessaire pour financer l'acquisition d'un bien qui va être soit simplement possédé, soit utilisé pour produire (on parle alors d'investissement). L'argent et la finance sont donc au cœur de l'économie.

¹ Voir les explications détaillées sur <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/>

Les activités de chacune de ces catégories d'acteurs financiers sont résumées ci-dessous (un cadre bleu indique les activités de banque de détail).

FINANCES : DES MÉTIERS TRÈS DIVERS QUI IMPACTENT LA VIE QUOTIDIENNE DE CHACUN



B. LES BANQUES CRÉENT DE L'ARGENT, DU CRÉDIT ET DU POUVOIR D'ACHAT

Les banques jouent un rôle vital dans l'économie parce qu'elles gèrent les dépôts et les moyens de paiement. Si les banques fermaient soudainement, l'économie pourrait s'arrêter, parce que les paiements ne seraient pas reçus par les agents économiques. En cela, la banque assure une activité d'intérêt général : la gestion des moyens de paiement. Mais le rôle des banques dans l'octroi du crédit est tout aussi important pour l'intérêt général, et moins connu. Dans l'entendement général, « *les dépôts font les crédits* » : les banques collectent l'argent des dépôts, et c'est cet argent qu'elles utilisent pour le prêter lorsqu'elles font un crédit. Ainsi, les banques seraient un simple canal, neutre. La quantité d'argent prêtée serait égale à la quantité d'argent collectée. Or cette conception est une erreur, qui est souvent à la source d'une sous-estimation du rôle des banques dans l'économie². En effet, lorsqu'une banque fait un crédit, un crédit immobilier à un particulier par exemple, elle ne prend l'argent « nulle part » : elle le fabrique, par écriture électronique. Elle inscrit dans ses comptes un prêt immobilier (la dette du particulier emprunteur,

² Même si la plupart des économistes et des spécialistes reconnaissent que « *les crédits font les dépôts* », des débats peuvent encore avoir lieu sur ce postulat. Voir par exemple ces échanges entre deux anciens acteurs du monde financier : Roland Verhille, « Les crédits (les dettes financières) font-ils les dépôts, la monnaie ? », *Les Echos*, 4 décembre 2012, http://archives.lesechos.fr/archives/cericle/2012/02/04/cericle_43040.htm et Pascal Ordonneau, « Les crédits font les dépôts », *Les Echos*, 22 avril 2011, http://archives.lesechos.fr/archives/cericle/2011/04/22/cericle_34684.htm



Et la finance créa de l'argent.

possédée par la banque), et elle donne l'argent à l'emprunteur. Celui-ci le transfère au vendeur du bien acheté. Le vendeur se retrouve avec de l'argent « nouveau », un nouveau pouvoir d'achat, qu'il peut désormais utiliser pour faire des dépenses. Ainsi, en réalité, « les crédits font les dépôts ». Au fur et à mesure que l'emprunteur va rembourser son crédit, l'encours de prêt de la banque va diminuer. Le nouvel argent créé par ce crédit va donc être détruit, progressivement. Ainsi, dans le système bancaire, il y a en permanence de la création et de la destruction monétaire.

Ce point est central, car il met en lumière comment, en décidant ou non d'accorder un crédit, les banques décident comment et vers qui le pouvoir d'achat s'oriente dans l'économie, quels projets sont ou non financés et peuvent être réalisés. Or le crédit bancaire ne s'oriente pas de façon équilibrée vers tous les secteurs de l'économie, loin de là (voir parties 4 et 5).

C. LES BANQUES SONT ENCADRÉES PAR LES BANQUES CENTRALES, QUI INFLUENCENT LA QUANTITÉ TOTALE D'ARGENT EN CIRCULATION

Pour pouvoir exercer son activité, une banque a besoin d'obtenir une licence (un permis d'exercer) de la part de la banque centrale de son pays. Une banque centrale est la « banque des banques ». C'est l'organisme chargé de contrôler la quantité totale de monnaie en circulation dans un pays (ou une zone monétaire, comme la Banque centrale européenne – BCE – pour la zone euro).

Une banque centrale a quatre fonctions essentielles :

- ▶ elle fabrique *les pièces et les billets*. Dans la zone euro, les pièces et billets représentent environ 10 % de l'encours total de la monnaie : le reste de l'argent circule sous forme de chèques, virements ou cartes de paiement ;
- ▶ elle surveille la quantité totale d'argent en circulation. Les comptes des banques sont envoyés chaque jour à la banque centrale³ du pays, qui peut ainsi mesurer combien d'argent a été créé ou détruit ;
- ▶ si les banques créent trop d'argent par rapport à ce que souhaite leur banque centrale, cette dernière peut leur reprendre de l'argent par le système dit des *réserves obligatoires* : les banques doivent placer une partie des dépôts des épargnants sur le compte de la banque centrale⁴. Cet argent est en quelque sorte *gelé*, il ne peut pas circuler dans l'économie. Le montant des réserves obligatoires à déposer est calculé comme un pourcentage des encours de dépôts des banques. Le montant est actuellement de 1 % dans la zone euro. Une banque centrale peut augmenter le montant des réserves obligatoires si elle souhaite limiter l'expansion du crédit⁵ ;
- ▶ elle intervient pour équilibrer les bilans des banques (il peut arriver qu'une banque ait trop de dépôts et pas assez de crédits, ou l'inverse). Pour ce faire, elle peut prêter de l'argent à des banques. On appelle *marché interbancaire* le marché des prêts que les banques se font entre elles. Elles se prêtent à un taux qui sert de référence pour les crédits, dont le taux d'intérêt est calculé à partir de ce taux de base, en ajoutant un coût du crédit supplémentaire en fonction du risque que prend la banque en octroyant des prêts. Si une banque centrale souhaite diminuer la quantité d'argent en circulation, elle augmente ses taux d'intervention ; ainsi le crédit devient plus cher, et les banques en font moins.

Une banque centrale est la « banque des banques ».

Les banques centrales exercent donc des fonctions de *régulation* de la quantité totale de monnaie en circulation, du taux d'intérêt et du rythme de la création monétaire par les banques commerciales. L'indépendance de la banque centrale relève de l'organisation du gouvernement d'un pays et de l'organisation de la politique monétaire par le gouvernement. Il existe différents degrés d'indépendance des banques centrales dans le monde⁶. Ainsi, par exemple, les banques centrales de la zone euro (la BCE) et des États-Unis prennent leurs décisions de manière indépendante des gouvernements. La Banque centrale du Japon a acquis son indépendance théorique en 1998, mais certains chercheurs la considèrent comme encore très liée au gouvernement⁷. La Banque centrale de Chine⁸ est quant à elle dépendante de son gouvernement.

³ Depuis la mise en place du système de paiement dit Target 2 dans la zone euro, cela ne se fait plus chaque jour comme auparavant, mais en continu.

⁴ Or, dans la pratique, les banques centrales n'utilisent actuellement que très peu, voire pas du tout, ce levier d'action pour orienter le crédit (voir partie 6).

⁵ Le mécanisme des réserves obligatoires est différent du ratio de solvabilité bancaire (voir plus loin).

⁶ Voir Ed Balls, James Howat et Anna Stansbury, « Central Bank Independence Revisited : After the financial crisis, what should a model central bank look like ? », Harvard Kennedy School, novembre 2016, https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/files/67_central_bank.v.2.pdf

⁷ Voir, par exemple, Moritz Bälz et Markus Heckel, « The Independence of the Bank of Japan in the Light of Statutory Rules and Central Bank Independence Indices », dans Frank Rövekamp, Moritz Bälz et Hanns Günther Hilpert, *Central Banking and Financial Stability in East Asia*, pp.25-41, janvier 2015, https://www.researchgate.net/publication/300790800_The_Independence_of_the_Bank_of_Japan_in_the_Light_of_Statutory_Rules_and_Central_Bank_Independence_Indices

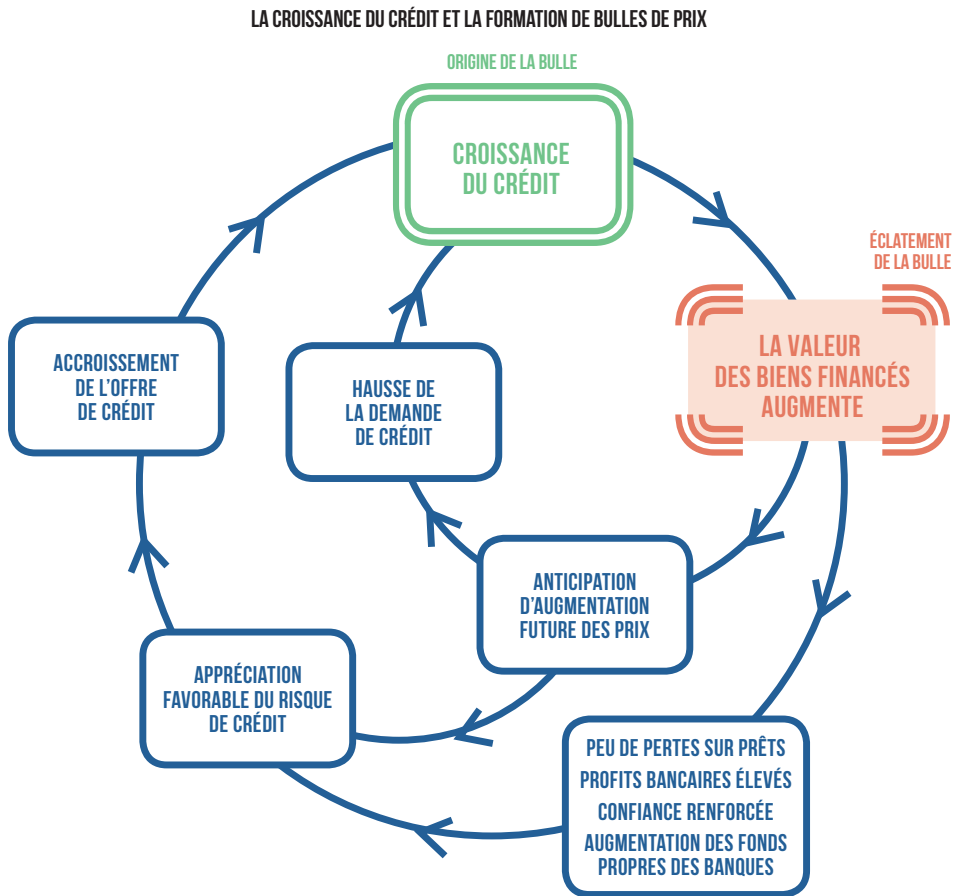
⁸ « Why China's Central Bank Is OK Being Dependent on the Government », *The Wall Street Journal*, 16 septembre 2014, <https://blogs.wsj.com/chinarealtime/2014/09/16/why-chinas-central-bank-is-ok-being-dependent-on-the-government/>

D. LE RÔLE CLÉ DU CRÉDIT DANS L'ÉCONOMIE

Le rythme auquel les banques commerciales créent du crédit est important car ce dernier influence l'activité économique, donc la vie quotidienne des citoyens. Le crédit soutient en effet l'activité économique : il permet que les investissements ou les achats soient financés par des personnes qui n'ont pas (ou pas assez) d'argent immédiatement disponible. Les investissements considérables de la révolution industrielle n'auraient pas pu être financés sans crédit. Mais trop de crédit peut également être nuisible. Lorsque le crédit est accordé trop facilement, il peut en effet conduire au surendettement.

Des bulles se forment quand le crédit augmente plus vite que la production

Pendant trois décennies avant la crise financière de 2007-2008, le crédit dans les économies avancées a augmenté plus vite que la production⁹. Lorsque c'est le cas, comme davantage

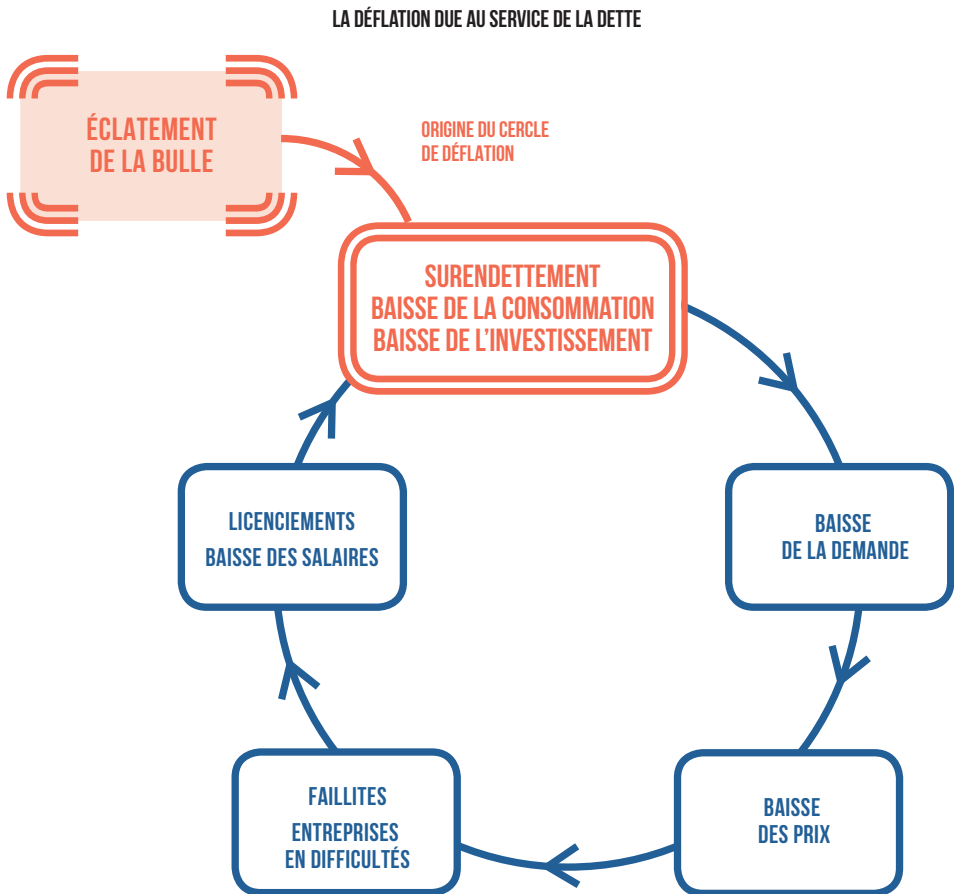


⁹ La part du crédit au secteur privé est passé de moins de 70 % du PIB à la fin des années 1970 à près de 130 % en 2007 au niveau mondial. Voir les données de la Banque mondiale, <https://donnees.banquemondiale.org/indicateur/FS.AST.PRVT.GD.ZS?end=2007&start=1971>

d'argent se dirige vers la même quantité de biens, le prix des biens financés augmente. Un cycle de hausse des prix commence ; comme les prix montent, on s'attend à ce qu'ils montent encore plus ; la demande de crédit s'accroît, et les crédits font monter les prix. On parle de *bulle*¹⁰ du prix ou du cours d'un bien lorsque celui-ci augmente beaucoup et rapidement, sans que cela s'explique par des raisons objectives, ou des éléments fondamentaux. C'est ainsi que s'est formée la bulle immobilière aux États-Unis entre 2000 et 2007. Le prix de l'immobilier y a augmenté de 90 % sur la période ; simultanément, le crédit immobilier augmentait de 134 %¹¹. En Espagne, sur la même période, les prix immobiliers ont augmenté de 120 %, le crédit immobilier de 254 %¹².

Le surendettement fait éclater les bulles et provoque des récessions

Les bulles peuvent finir par éclater. L'éclatement d'une bulle consiste en une chute rapide des prix qui avaient auparavant augmenté. Une bulle peut se former lentement,



¹⁰ Traduit du lexique du *Financial Time* : <http://lexicon.ft.com/Term?term=asset-bubble>

¹¹ Adair Turner, *Reprendre le contrôle de la dette*, Édition de l'Atelier, avril 2017, p. 112.

¹² Banque centrale européenne, « *Structural issues report : housing finance in the Euro area* », mars 2009, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/housingfinanceeuroarea0309en.pdf>

sur plusieurs années, mais elle éclate tout d'un coup : quand les prix commencent à baisser, les investisseurs prennent peur et vendent tous en même temps, et cela provoque une chute encore plus forte des prix, et davantage de crainte, donc de ventes. Quand la bulle éclate-t-elle ? Par exemple, quand certains emprunteurs n'arrivent pas à rembourser leur dette. Car alors, ils sont obligés de vendre ce dans quoi ils avaient investi pour rembourser. Cette vente déclenche la baisse des prix.

Or, lorsque les salaires n'augmentent pas aussi vite que le crédit, les emprunteurs ont forcément de plus en plus de mal à rembourser. Leur taux d'endettement augmente jusqu'au point où ils ne peuvent plus rembourser. C'est dans ces conditions que la bulle de crédit a de fortes chances d'éclater.

Aux États-Unis, l'augmentation des salaires a été de 2,4 % entre 2000 et 2007, alors que le prix de l'immobilier augmentait de 90 % et le volume du crédit immobilier de 134 %.

Ainsi, aux États-Unis, l'augmentation des salaires a été de 2,4 % sur la période 2000-2007, alors que le prix de l'immobilier augmentait de 90 % et le volume du crédit immobilier de 134 %¹³. Lorsque le surendettement devient important dans une économie, il la ralentit, parce que les ménages surendettés réduisent leur consommation et leur investissement pour pouvoir rembourser leurs dettes. Comme la demande ralentit, les entreprises hésitent à investir. Certaines baissent leurs prix pour vendre davantage. C'est ce qu'on appelle la *déflation par la dette*¹⁴.

C'est ce qui s'est passé avant la crise de 2008 : trois décennies de croissance du crédit plus rapide que celle de la production ont entraîné la formation d'une bulle immobilière aux États-Unis, qui a fini par éclater et a plongé l'économie américaine dans une récession. Cette récession n'a pas touché seulement le secteur bancaire ou financier, mais toute l'économie américaine. Les banques font du crédit immobilier contre hypothèque, c'est-à-dire qu'elles prennent en garantie, en gage, le bien immobilier : si l'emprunteur ne paie pas son crédit, la banque devient propriétaire du bien et en exproprie le propriétaire occupant afin de le vendre. Certains quartiers entiers avaient été financés par crédit hypothécaire aux États-Unis : quand les propriétaires occupants surendettés ont dû partir à la suite de la saisie par les banques, les commerces et les entreprises de ces zones ont dû fermer, déprimant l'activité économique. Ce phénomène de faillites individuelles s'est ajouté à d'autres (comme la baisse des prix pour essayer de vendre davantage ou l'absence d'investissement suffisant par manque d'argent) pour amplifier les faillites d'entreprise, le ralentissement des commandes et de la production, l'augmentation du chômage et de la pauvreté (voir partie 3). En un an, de 2009 à 2010, le nombre d'Américains pauvres, soit vivant avec moins de 10 000 dollars par an, a augmenté de 4 millions¹⁵ de personnes, pour atteindre 44 millions d'individus, soit un Américain sur sept, taux le plus élevé depuis 1994.

13 Heidi Shierholz et Lawrence Mishel, « A Decade of Flat Wages The Key Barrier to Shared Prosperity and a Rising Middle Class », Economic Policy Institute, août 2013, *briefing paper* n° 365, <http://www.epi.org/publication/a-decade-of-flat-wages-the-key-barrier-to-shared-prosperity-and-a-rising-middle-class/>

14 Notion mise en évidence par l'économiste britannique Irving Fischer après la crise de 1929, et reprise récemment. Voir Steve Keen et Gaël Giraud, *L'imposture économique*, Éditions de l'Atelier, 2014 ; et Gaël Giraud *Illusion financière*, Éditions de l'Atelier, 2014.

15 Erik Eckholm, « Recession Raises Poverty Rate to a 15-Year High », *The New York Times*, septembre 2010, http://www.nytimes.com/2010/09/17/us/17poverty.html?pagewanted=all&_r=0



Des bulles se forment lorsque le crédit augmente plus vite que la production.

Le rythme de croissance du crédit et avec lui le risque de formation de bulles sont donc des enjeux d'intérêt général, qui ne concernent pas seulement le secteur financier : quand les bulles spéculatives éclatent, les conséquences affectent un grand nombre d'acteurs économiques et viennent exacerber pauvreté et inégalités.

E. LA QUANTITÉ D'ARGENT EN CIRCULATION INFLUENCE LE TAUX DE CHANGE DE LA MONNAIE

Comme cela a été abordé précédemment, la banque centrale d'un pays a pour fonction de contrôler la quantité de monnaie en circulation dans ce dernier. Trop de création monétaire peut augmenter l'inflation¹⁶, ce qui a des conséquences à l'intérieur d'un pays : selon que la production augmente plus ou moins vite, l'augmentation de la masse monétaire se répercute plus ou moins sur les prix. Cela a aussi des conséquences sur le commerce extérieur du pays. Si une monnaie connaît une forte inflation, elle a tendance à se déprécier par rapport aux autres monnaies.

S'il y a une forte création monétaire au Brésil, par exemple, il y a davantage de réals en circulation par dollar américain existant. Le réal se déprécie par rapport au dollar : pour acheter des produits en dollars, il faut plus de réals, donc les impor-

¹⁶ Cette question est ici présentée de façon simplifiée. Pour mieux comprendre les enjeux de la création monétaire, lire, entre autres, Gabriel Galand et Alain Grandjean, *La monnaie dévoilée*, L'Harmattan, 1997.

tations de produits américains coûtent plus cher. Les importations sont renchériées, et donc bientôt ralenties. En revanche, le prix des produits exportés par le Brésil vers les États-Unis va diminuer, car il faut moins de dollars pour obtenir une même quantité de réals. Les exportations sont donc facilitées par la dépréciation de la monnaie. Le taux d'inflation a été de 8,9 % en 2016 au Brésil¹⁷, et le réal a perdu un quart de sa valeur par rapport au dollar.

La quantité de monnaie en circulation à l'intérieur d'un pays influence donc la force de la monnaie à l'extérieur du pays. Celle-ci a des conséquences directes sur le prix des produits importés et la compétitivité des entreprises du pays à l'exportation. La protection de la valeur extérieure de la monnaie, ou dit plus simplement du taux de change, est l'une des raisons pour lesquelles la BCE et la Fed (Federal Reserve Bank, nom de la Banque centrale américaine) ont des objectifs d'inflation faibles fixés à 2 %¹⁸.

Le taux de change de la monnaie est lui aussi une question d'intérêt général, qui a des conséquences sur toute la vie économique d'un pays. Il influence indirectement les produits que le consommateur trouve ou ne trouve pas, leur prix et la capacité des entreprises du pays à fournir des emplois dans des secteurs organisés pour vendre à l'exportation.

1.2. FINANCE : HYPERTROPHIE ET CAPTURE DE L'INTÉRÊT GÉNÉRAL

Comme cela est abordé dans la partie 2 (évolution historique), la finance a pris une place de plus en plus importante dans l'économie et exerce une influence forte sur les enjeux d'intérêt général.

Malgré son rôle essentiel pour l'intérêt général, la finance reste plutôt absente du débat citoyen.

La finance est mal connue du grand public. Les sujets financiers sont très souvent considérés comme trop complexes, et la finance s'est beaucoup internationalisée et complexifiée depuis les quarante dernières années (voir partie 2). C'est aussi ce qu'illustre la fameuse citation d'Alan Greenspan, gouverneur de la Fed (1987-2006) : « *Si je vous ai semblé clair, vous avez probablement mal compris ce que j'ai dit.* »¹⁹ Par extension, cette phrase peut être révélatrice de la complexité voulue par les acteurs financiers pour ne pas être compris par les personnes non spécialistes des enjeux monétaires et financiers.

Le débat citoyen et l'information de la société civile autour des questions économiques s'organisent beaucoup autour de la croissance et de l'emploi. Il est clair qu'il y a des liens entre niveau d'activité économique, pouvoir d'achat et emploi, d'une part, mais aussi entre croissance du crédit et questions monétaires, d'autre part : pourtant, ces liens ne sont que rarement évoqués en dehors des cercles spécialisés. Dans la zone euro, le débat citoyen sur les questions monétaires est devenu plus éloigné de la vie quotidienne de chacun, puisque ne relevant plus directement des États, la monnaie étant gérée au niveau de la BCE.

¹⁷ Données International Financial Statistics (IFS) du FMI, <http://data.imf.org/regular.aspx?key=61545849>

¹⁸ Voir le discours de Janet Yellen, « Inflation, Uncertainty, and Monetary Policy », septembre 2017, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20170926a.htm>; et sur le site de la BCE, « Monetary Policy », <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>

¹⁹ « If I turn out to be particularly clear, you've probably misunderstood what I said. » Alan Greenspan a formulé cette phrase en 1988 au début de son mandat de gouverneur. <https://www.nytimes.com/2005/10/28/business/what-if-the-fed-chief-speaks-plainly.html>



La culture de la complexité.

La finance, parent pauvre de la science économique

Une des causes de l'absence de débat autour de la finance réside aussi dans le fait que la finance est souvent considérée par la plupart des économistes comme un canal neutre économiquement et socialement, ce qui n'appelle que peu d'analyse critique. En effet, la théorie économique, jusqu'à une date récente²⁰, ne s'est guère préoccupée de la finance, du crédit ou des banques. Elle a longtemps considéré

C'est ainsi sur la base de théories économiques incomplètes que le système bancaire et financier a été largement dérégulé depuis quatre décennies.

que la finance et le crédit devaient être neutres globalement dans l'économie : ce qui est prêté par les uns est emprunté par les autres, et au final cela s'annule. Aujourd'hui encore, la recherche économique porte sur l'offre, la demande, l'emploi, l'inflation... mais en utilisant des modèles

économiques dans lesquels il n'y a pas de crédit, pas de banque, pas de finance. Il existe aussi des économistes qui travaillent sur les marchés financiers, mais c'est alors sur des modèles qui recherchent une optimisation des marchés financiers eux-mêmes, sans nécessairement faire le lien avec le fonctionnement de l'économie non financière²¹, en dehors des marchés financiers.

C'est ainsi sur la base de théories²² économiques incomplètes que le système bancaire et financier a été largement dérégulé depuis quatre décennies. Ce postulat de la neutralité de la finance ne se réalise pas en pratique, car les hypothèses sur lesquelles il repose ne sont jamais vérifiées. Or c'est cette thèse qui est principalement enseignée dans les cours d'économie : et pour une importante partie, les économistes ont intégré que la finance, livrée à elle-même, produira de bons résultats pour l'ensemble de l'économie.

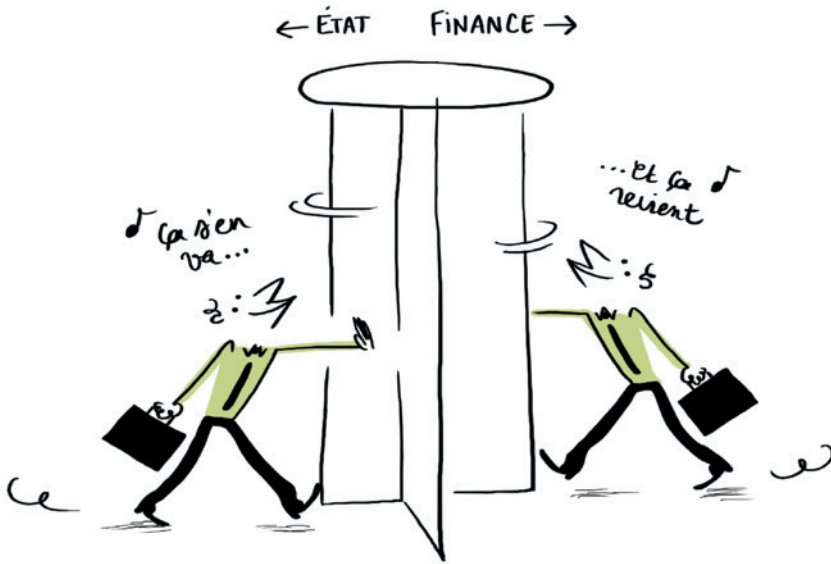
Ainsi, les économistes du courant de la « nouvelle économie classique » (Robert Lucas, Robert Barro, Thomas Sargent, Neil Wallas...) considèrent que la monnaie est neutre et que l'économie revient toujours à l'équilibre après un choc. Les néokeynésiens, tels Olivier Blanchard ou Paul Krugman, considèrent la monnaie comme un élément déterminé à l'extérieur du système économique (monnaie dite « exogène »), et neutre à long terme. Un petit nombre d'économistes appartenant à l'école post-keynésienne, comme Hyman Minsky, Steve Keen ou Gaël Giraud, voire lord Adair Turner, tentent de construire des modèles donnant davantage de place à la monnaie et au crédit, pour se rapprocher de la réalité, et donc mieux l'analyser et l'anticiper²³.

20 L'économie moderne s'est développée en même temps que la révolution industrielle : un point de repère pour son avènement est la date de parution du célèbre ouvrage d'Adam Smith, *La richesse des nations*, en 1776.

21 L'expression « économie non financière » sera préférée à l'expression couramment utilisée d'économie réelle, parce qu'on ne peut pas considérer les activités financières comme irréelles ou virtuelles et qu'elles reposent sur des activités non financières. Ainsi, le problème n'est pas tant la déconnexion de la finance par rapport à l'économie non financière que son hypertrophie.

22 Plus précisément, il s'agit de l'hypothèse d'efficacité des marchés introduite par Eugene Fama dans les années 1970 et de l'hypothèse des anticipations rationnelles, notamment développée par Robert Lucas en 1972. Voir Adair Turner, *Reprendre le contrôle de la dette*, op. cit., chapitre 2, pp. 72 et suivantes.

23 Voir, sur la diversité des modèles et leur prise en compte de la monnaie, Alain Grandjean et Gaël Giraud, « Comparaison des modèles météorologiques, climatiques et économiques : quelles capacités, quelles limites, quels usages ? », document de travail, Chaire Énergie et Prospérité, mai 2017, pp. 56 et suivantes, <http://www.chair-energy-prosperity.org/wp-content/uploads/2017/03/publication-2017-comparaison-modeles-grandjean-graud-1.pdf>



Des allers-retours qui nuisent à l'indépendance.

Des États emprunteurs, proches des marchés financiers

Les États des pays avancés sont emprunteurs auprès des marchés financiers²⁴ (voir partie 2). Cela induit une dépendance des États envers les marchés financiers. Comme l'a écrit le sociologue allemand Wolfgang Streeck²⁵, si les États ont des comptes à rendre à leurs citoyens, ils ont aussi des comptes beaucoup plus précis à rendre, de par leur nature d'emprunteur, aux acteurs des marchés financiers privés qui les financent. C'est l'une des raisons pour lesquelles les citoyens doivent s'assurer que leur intérêt, l'intérêt général, est bien celui qui prime dans les questions de financement de l'État.

Les liens très forts entre les États et le système bancaire sont renforcés par une proximité intellectuelle souvent importante entre les élites politiques et financières (voir partie 3). Les formations identiques suivies et la pratique répandue des « portes tournantes » entre public et privé peuvent entraîner une confusion dommageable entre intérêt général et intérêts privés²⁶.

La crise de 2008, un réveil brutal

La crise de 2008 a mis en lumière l'incapacité des économistes à anticiper une crise majeure. De plus, cette crise a été seulement « colmatée », et non résolue (voir partie 3). Dix ans après la crise, le système bancaire et financier est en effet toujours fragile et démesuré par rapport aux besoins de nos sociétés, et la crise économique

²⁴ Au sein des ministères des Finances, il existe des équipes chargées de dialoguer avec les banques conseil pour organiser des emprunts auprès des marchés financiers, plusieurs fois par mois dans le cas de la France, où la fonction est assurée par l'Agence France Trésor, rattachée au ministère des Finances (la fonction de conseil d'une banque consiste à conseiller un emprunteur sur la meilleure manière d'organiser l'emprunt compte tenu des conditions du marché : quel taux, quelle durée, etc.).

²⁵ Wolfgang Streeck, *Du temps acheté. La crise sans cesse ajournée du capitalisme démocratique*, Gallimard, 2014, notamment p. 120.

²⁶ Voir le rapport « Les conflits d'intérêts, nouvelle frontière de la démocratie », Joël Moret-Bailly, Hélène Ruiz Fabri, Laurence Scialom, Terra Nova, février 2017 (pp. 14-16), <http://nova.fr/rapports/les-conflits-d-interets-nouvelle-frontiere-de-la-democratie>

perdre. Le revenu national et le niveau de vie dans de nombreux pays se situent 10 % plus bas, parfois encore davantage, par rapport à ce qu'ils auraient été si la crise n'avait pas frappé et ils risquent de rester longtemps encore à ces niveaux²⁷.

Il faut donc se demander si le système bancaire et financier, qui est au cœur de l'économie, fonctionne comme il le devrait pour servir l'intérêt général. Proposer, sur la base d'un diagnostic, des axes de réforme pour que ce soit le cas. Et mobiliser plus largement les citoyens et leurs représentants politiques sur ce thème : car, après une crise aussi grave et dans un contexte économique si problématique, il n'est plus possible de penser que la finance n'a pas d'importance dans l'économie, ou qu'elle place naturellement les capitaux de manière optimale.

²⁷ Adair Turner, *Reprendre le contrôle de la dette*, op. cit., p. 33.

1

SYNTHÈSE

La finance joue un rôle essentiel dans l'économie, car elle crée et canalise les ressources financières vers les acteurs économiques qui en ont besoin. Les banques jouent un rôle d'intérêt général en gérant les moyens de paiement, mais aussi en accordant des crédits, activités par lesquelles elles créent de l'argent et un nouveau pouvoir d'achat. Lorsque le crédit croît plus rapidement que la production, le prix des biens existants monte. Cela peut aller jusqu'à former des bulles spéculatives. Ces bulles peuvent finir par éclater quand les agents économiques sont trop endettés, ce qui provoque une récession. Cette récession touche l'ensemble de l'économie et pas seulement le secteur financier. L'activité des banques est encadrée par la banque centrale, qui peut influencer la quantité globale d'argent qui circule. Cette quantité a une influence sur le taux de change de la monnaie, qui affecte la vie quotidienne de chacun par le biais du coût des importations et de la valeur des exportations. L'activité du secteur bancaire et financier est donc essentielle pour le bon fonctionnement de l'économie et concerne directement l'intérêt général par au moins trois aspects : gestion des moyens de paiement, gestion des crédits, valeur de la monnaie.

Depuis quarante ans, la finance mondiale a fait l'objet d'une dérégulation progressive. D'un système encadré par des règles et contraintes multiples, on est passé à un système beaucoup moins régulé, et de moins en moins au service des besoins de nos sociétés. La finance a aussi changé de visage au cours des quarante dernières années, avec l'apparition de nouveaux produits et de nouveaux acteurs.

La deuxième partie retrace les principales évolutions qui permettent de mieux comprendre comment est organisé le secteur financier aujourd'hui, pour réfléchir à son adaptation à l'intérêt général.

2

LA FINANCE MONDIALE : QUARANTE ANS DE DÉRÉGULATION PROGRESSIVE

La crise de 2007-2008 a révélé la place trop importante et incontrôlée de la finance dans l'économie et dans nos sociétés. Cette hypertrophie de la finance a des impacts forts sur la pauvreté et les inégalités. Ce système financiarisé est le résultat de plusieurs phénomènes qui se sont produits depuis le début des années 1970.

La finance mondiale d'aujourd'hui s'est en effet construite sur la base d'une dérégulation progressive, que l'on peut subdiviser en quatre grandes étapes (voir sous-partie 2.1) :

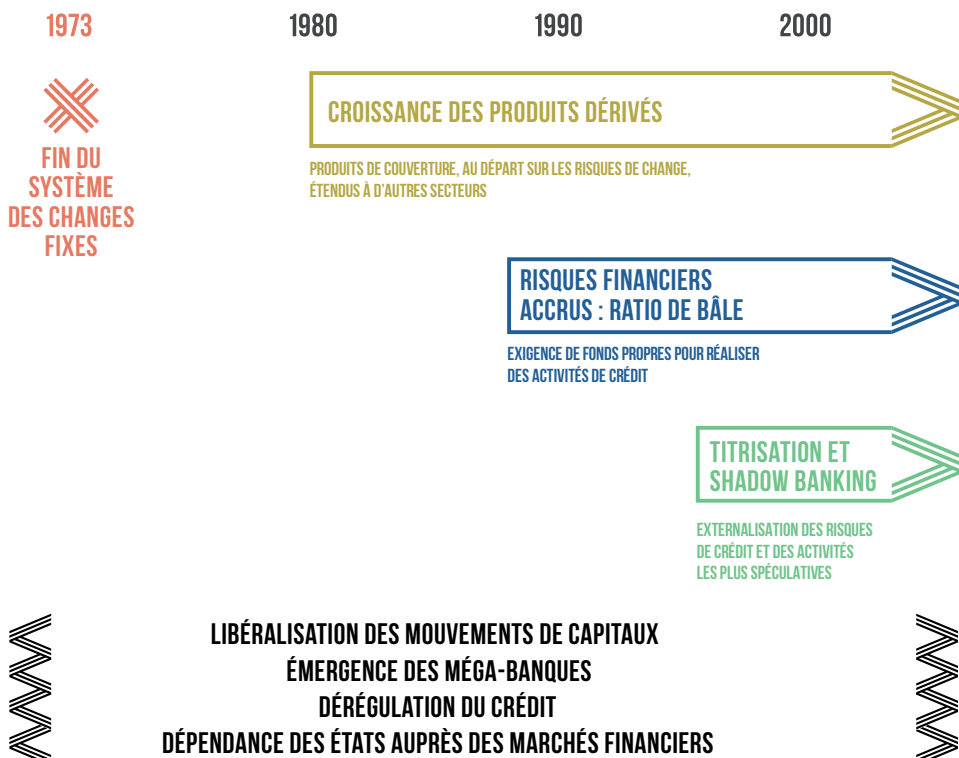
- ▶ la fin du système de changes fixes ;
- ▶ la croissance des produits dérivés ;
- ▶ la réglementation de Bâle pour les banques ;
- ▶ le développement du secteur bancaire parallèle.

Ces évolutions du système financier se sont par ailleurs réalisées avec pour toile de fond quatre autres phénomènes (voir sous-partie 2.2) :

- ▶ la libéralisation des mouvements de capitaux ;
- ▶ la libéralisation qui a permis la constitution de méga-groupes bancaires internationaux, « *trop gros pour faire faillite* » ;
- ▶ la dette des États avancés a progressivement changé de nature, d'une dette essentiellement interne (les citoyens prêtent à l'État), elle est passée à une dette « de marché » (les États se financent sur les marchés internationaux) ;
- ▶ les règles encadrant l'octroi des crédits ont été progressivement assouplies.

Chacune de ces étapes et chacun de ces phénomènes permet de mieux comprendre l'organisation du système financier actuel, et ses interactions avec l'économie non financière. L'analyse de ces éléments montre que le système financier n'est

LES QUATRE ÉTAPES MAJEURES ET LES QUATRE PHÉNOMÈNES PARALLÈLES DE LA CONSTRUCTION DU SYSTÈME FINANCIER ACTUEL



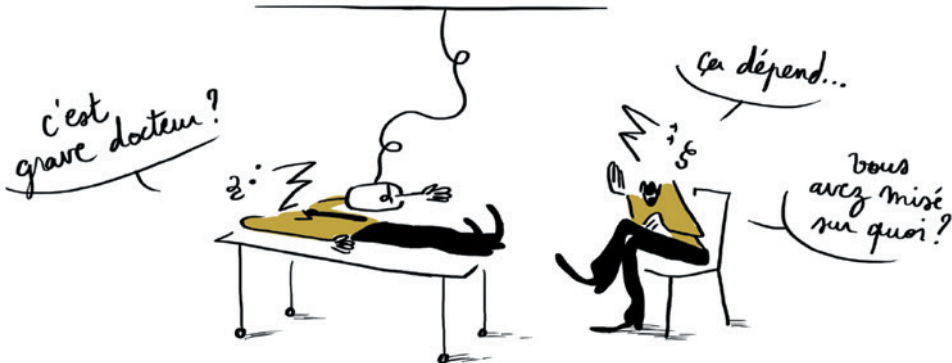
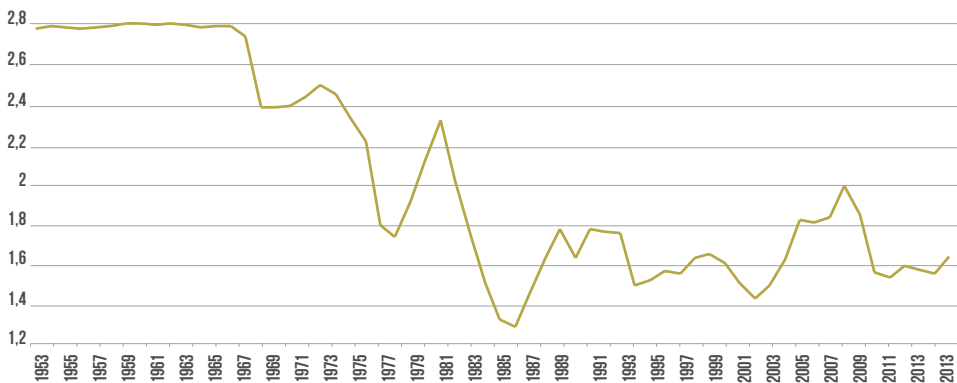
pas naturellement dérégulé et mondial. C'est la suppression de certaines règles de fonctionnement qui a permis de passer d'un système bancaire et financier plus local, plus fragmenté et plus régulé, au système actuel. La suite du rapport tentera d'analyser en quoi cette dérégulation progressive de la finance a servi ou non l'intérêt général, en particulier à la lumière de l'analyse des conséquences de la crise de 2008.

2.1. LES QUATRE ÉTAPES SUCCESSIVES DE DÉRÉGULATION DE LA FINANCE

A. À PARTIR DE 1973, LE RÉGIME MONDIAL DE CHANGES FIXES EST ABANDONNÉ AU PROFIT D'UN RÉGIME DE CHANGES FLOTTANTS

Après la Seconde Guerre mondiale, et notamment pour tirer les enseignements de la crise de 1929 et de la grande dépression, les pays alliés décident lors de la conférence internationale de Bretton Woods, en 1944, de la mise en place d'un système de changes fixes : toutes les monnaies sont mesurées en dollars, et la valeur du dollar est fixe par rapport à l'or¹. Les États-Unis connaissent alors une

ÉVOLUTION DU COURS DE LA LIVRE STERLING PAR RAPPORT AU DOLLAR US, DE 1953 À 2013



Source : Historique des taux de change repris sur <http://fxtop.com/fr/historique-taux-change.php?MA=1>

Commentaire de ce graphique : Les variations du cours de change de la livre sterling par rapport au dollar ont été très importantes depuis 1973 (sur la période précédente, les changes étaient fixes et ne changeaient que lors de dévaluations rares et exceptionnelles).

¹ Une once d'or, soit environ 31 grammes, valait 35 dollars.

croissance économique rapide et fabriquent des dollars en grande quantité. Le stock d'or américain n'est plus suffisant pour assurer la parité avec l'or de la monnaie. En août 1971, les États-Unis « suspendent » donc, et en réalité enterreront définitivement, la convertibilité en or du dollar. À partir de mars 1973, les taux de change entre les monnaies ne seront plus *fixes* mais *flottants*, c'est-à-dire qu'ils s'établissent sur le marché des changes en fonction de l'offre et de la demande. Les cours variables vont ouvrir la possibilité de spéculer fortement sur les cours

Le système financier et les économies vont devenir intrinsèquement instables à cause du système monétaire international, ou plutôt parce qu'il n'en existe plus.

des devises. Ainsi, par exemple, le franc est régulièrement attaqué dans les années 1970 et 1980, les opérateurs vendant massivement du franc pour acheter du Deutsche Mark (DM) ou de la livre sterling (£). On assiste alors à une crise de change : le cours du franc baisse par rapport aux autres devises et, si la France ne peut contrer la

spéculation en utilisant ses réserves pour acheter du Deutsche Mark ou de la livre, elle doit dévaluer sa monnaie².

« *Le flottement des monnaies était libre ; l'illusion était que cette liberté pourrait être contrôlée. Le flottement des monnaies a eu des conséquences délétères sur nos économies, et plus généralement sur nos sociétés* », c'est ainsi que Jacques de Larosière, ex-directeur général du Fonds monétaire international (FMI)³, décrit cette première étape de dérégulation. À partir de 1973, les crises de change vont se succéder partout dans le monde. Le système financier et les économies vont devenir intrinsèquement instables à cause du système monétaire international, ou plutôt parce qu'il n'en existe plus.

B. LES PRODUITS DÉRIVÉS SE MULTIPLIENT POUR COUVRIR DE NOUVEAUX RISQUES

Outre les menaces sur l'économie, le flottement des monnaies a aussi entraîné la mise en place d'outils financiers qui étaient censés servir de couverture contre les variations de change mais qui se sont révélés toxiques pour l'économie et les sociétés (bien plus fortement que les avantages qu'ils devaient représenter).

L'option de change, un outil de couverture du risque de change

Depuis 1973, le cours des devises est flottant, il varie de manière imprévisible. C'est une situation nouvelle, très gênante pour le commerce international : si un exploitant français s'engage pour une vente en dollars à réaliser trois mois plus tard, il ne sait pas à combien de francs (ou d'euros) cela correspondra. Les banques vont donc fabriquer de nouveaux produits pour leurs clients que l'on appelle des « options de change ». Une option de change est un contrat qui donne le droit d'acheter dans le futur des devises à un certain cours, fixé au moment de la signature du contrat. Celui qui détient une option de change est donc protégé contre l'aléa de la variation erratique du cours : en termes financiers, on dit que l'option est un *produit de couverture* du risque de change. Il faut noter que détenir

² Le franc a été dévalué en 1958, 1969, 1981, 1982, 1983 et 1986.

³ Jacques de Larosière, *Cinquante ans de crises financières*, éditions Odile Jacob, 2016, p. 76.

une option de change ouvre une possibilité, mais ne crée pas d'obligation. À la date prévue, le détenteur de l'option peut choisir de ne pas faire la transaction de change ; il fera ce choix si le cours de marché de la devise, à la date d'exercice de l'option, est plus intéressant pour lui que le cours qui a été inscrit dans le contrat d'option.

L'option de change, un exemple de produit dérivé

L'option de change est un exemple de la catégorie de produits financiers dits « dérivés ». En effet, c'est un produit conditionnel, optionnel : c'est une possibilité supplémentaire par rapport à une transaction financière « de base », aussi appelée sous-jacente, qui est un achat de devises simple dans l'exemple utilisé. L'option a un prix : elle coûte par exemple 2 % du montant que l'on cherche à couvrir⁴. Si d'ici quelque temps les conditions du marché ont changé et que la même option coûte alors 2,20 %, son détenteur pourra la revendre et faire un profit. L'option est donc à la fois un instrument de couverture du risque de change, et un *produit financier* en lui-même. Il est d'ailleurs possible d'acheter et de vendre des options sans avoir jamais besoin de faire une transaction de change ou de posséder soi-même le produit sous-jacent.

En 2008, la valeur brute du marché des dérivés était estimée à plus de 35 000 milliards de dollars ; soit plus de 50 % de la production mondiale de biens et services.

Historiquement, la mise en place des options de change a été la première étape de l'explosion des produits dérivés⁵. Les banques en ont fabriqué pour permettre à leurs clients de se protéger contre les nouvelles variations des cours de change induites par la rupture du système de changes fixes de 1973. Par la suite, les produits dérivés ont été étendus à d'autres types d'actifs sous-jacents que les devises : les matières premières, les taux d'intérêt (on parle alors de *Swaps*, contrats d'échange de taux d'intérêt sur un emprunt), et les risques de défaut d'un emprunteur sur un crédit (on parle alors de *Credit Default Swaps* ou CDS, contrats d'échange du risque de défaut).

La croissance très rapide des produits dérivés

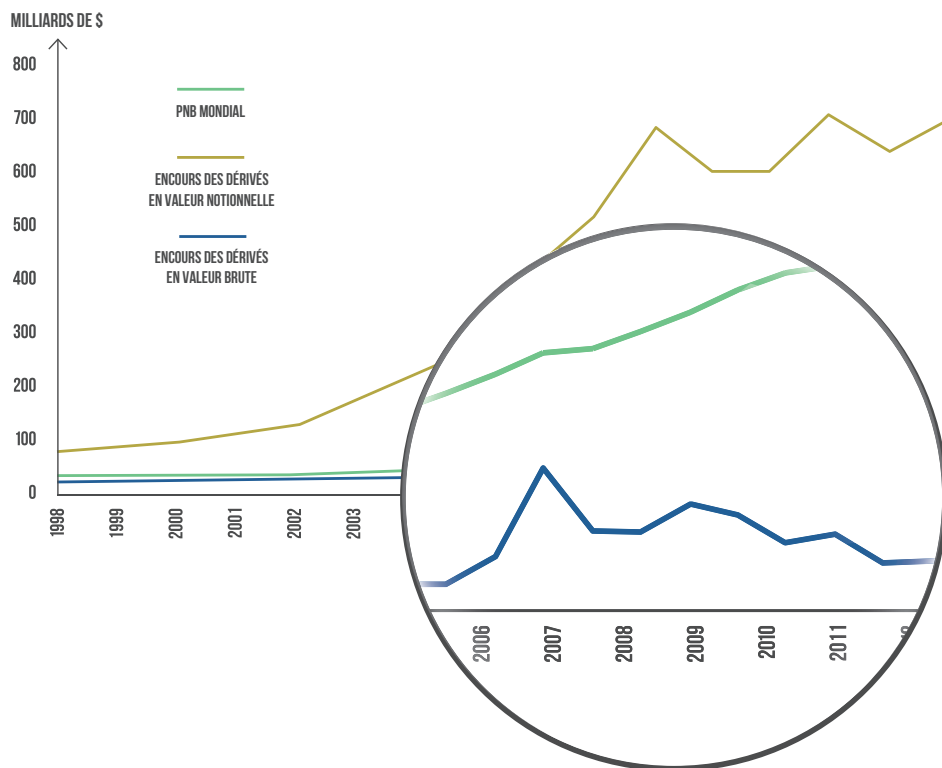
Les produits dérivés se sont développés très rapidement depuis leur émergence au début des années 1980. En 2008, la valeur brute du marché des dérivés était estimée à plus de 35 000 milliards de dollars, ce qui correspondait à plus de 50 % de la production mondiale de biens et services (environ 63 400 milliards de dollars)⁶. Les produits dérivés sur le pétrole représentent ainsi par exemple actuellement plus de dix fois les volumes physiques de pétrole en circulation, ce qui montre l'hypertrophie de la finance par rapport à l'économie non financière et le fait que les prix des matières ou produits se fixent plus à partir des transactions des produits dérivés que sur la base des conditions de marché des sous-jacents (voir plus loin).

⁴ Ce n'est qu'un exemple. Dans la réalité, le prix des options de change est très variable en fonction des devises que l'on cherche à couvrir et de l'horizon de temps.

⁵ On retrouve l'utilisation des produits dérivés dès l'Antiquité, puis aux États-Unis au XIX^e siècle.

⁶ En 2016, l'encours brut des produits dérivés représentait encore près de 20 % du PIB mondial alors qu'il était de moins de 10 % en 2000. Si on considère le montant notionnel, c'est-à-dire en prenant en compte la valeur des actifs couverts (ou sous-jacents), la comparaison avec la richesse mondiale devient impressionnante : on passe de près de 300 % en 2000 à près de 1 000 % en 2008, pour rester à plus de 600 % en 2016 (données BRI et Banque mondiale). Voir notamment les statistiques de la BRI : <http://stats.bis.org/statx/toc/LBS.html>

ÉVOLUTION DES PRODUITS DÉRIVÉS ET DE LA PRODUCTION MONDIALE



Source : BRI (<http://stats.bis.org/statx/srs/table/d51?p=20001&c=>), Banque mondiale (<http://databank.banquemondiale.org/data/home.aspx>)

Commentaire de ce graphique : Le volume des échanges de produits dérivés a été multiplié par 7 en 10 ans, une croissance sans rapport avec celle de la production mondiale sur la même période.

Des instruments de couverture devenus largement spéculatifs

Les produits dérivés, pris individuellement, sont des instruments de couverture d'un risque : ils servent à se protéger, un peu comme une assurance. Mais comme ces derniers sont eux-mêmes devenus des produits financiers, et que les volumes ont explosé, le rôle de couverture est devenu globalement minoritaire, au profit de la pure spéculation (ou du « pari »). Pour prendre une image, c'est comme si en plus d'une assurance sur sa propre maison, il était possible d'acheter des polices d'assurance sur la maison de son voisin, parce qu'un marché pour acheter et revendre des polices d'assurance sur n'importe quelle maison s'était développé. Les régulateurs ont ainsi laissé se développer des marchés où une même maison est assurée des dizaines de fois contre un incendie, et où certains acteurs peuvent avoir intérêt à ce que la maison du voisin brûle⁷.

**Les produits dérivés
ou comment s'assurer (dix fois)
sur la maison de son voisin.**

⁷ Cette comparaison est empruntée à l'ouvrage de Gaël Giraud, *Illusion financière*, op. cit., p. 26.



La fièvre des produits dérivés.

La disparition du signal-prix dans l'économie

Les transactions sur les produits dérivés sont devenues tellement importantes en volume qu'elles ont un impact sur les cours des produits sous-jacents, c'est-à-dire des produits de l'économie non financière. Le cours d'une devise ou d'une matière première est en effet de moins en moins déterminé par l'ajustement de l'offre et de la demande physique de ce produit et de plus en plus par l'orientation du marché des options sur les cours. Par ailleurs, comme les volumes de transactions sur les produits dérivés sont très importants, et qu'en l'absence de frontières aux mouvements de capitaux (voir p.47), ceux-ci peuvent se déplacer très rapidement pour se placer sur tel ou tel produit, le cours et le prix de nombreux produits sont devenus difficilement prévisibles. Cela a pour conséquence de brouiller le signal-prix, c'est-à-dire la capacité de pouvoir estimer l'évolution future d'un prix, même sur la base d'une estimation. Or il est actuellement très compliqué de pouvoir le faire, car les prix de certaines matières premières sont moins dépendants des volumes échangés que des comportements spéculatifs sur ces marchés.

Ainsi les cours du pétrole, qui représente un tiers des sources d'énergie mondiale⁸, sont devenus *imprévisibles* et soumis à des variations brusques depuis les années 1980. Comme l'écrit le mathématicien Nicolas Bouleau, « *les marchés financiers s'agitent énormément. Ils font fluctuer le prix des matières premières : métaux, pétrole, céréales, laine, coton etc. et dissimulent les tendances. Ceci empêche les industriels de voir clairement dans le signal-prix l'évolution des raretés pour en tenir compte dans leurs investissements* »⁹.

8 « Key World Energy Statistics », Agence internationale de l'énergie, 2017, p. 3, <https://www.iea.org/publications/freepublications/publication/KeyWorld2017.pdf>

9 Voir articles et vidéos sur la spéculation sur le blog de Nicolas Bouleau, <http://www.nicolasbouleau.eu/videos/2013-2/>



Le cours des matières est devenu imprévisible.

Le pétrole est une matière première très financiarisée : les transactions sur les produits financiers dérivés sur le pétrole représentent plus de dix fois les volumes physiques. Le prix du pétrole est instable et imprévisible : depuis 2000, les prévisions de cours de l'Agence internationale de l'énergie (AIE), dans les éditions successives de sa banque de données World Economic Outlook (WEO) se sont révélées fortement éloignées de la réalité. L'AIE disposant des meilleures informations économiques, il ne semble pas possible d'attribuer la difficulté à faire des prévisions exactes à un manque d'informations. Cela tendrait plutôt à montrer la non-concordance entre les données de base d'un marché (offre, demande, production...) et la réalité des cours.

Les produits dérivés se sont développés massivement avec la disparition du système de changes fixes. À l'origine conçus pour être des produits de couverture, et à la faveur de l'ouverture générale des frontières aux mouvements de capitaux, ils sont devenus les instruments d'une spéculation massive, qui a détruit le signal-prix dans l'économie. Ce n'est pas seulement la sphère financière qui est devenue instable à cause de la spéculation, mais aussi l'économie non financière.

C. MISE EN PLACE DE LA RÉGLEMENTATION BANCAIRE PRUDENTIELLE

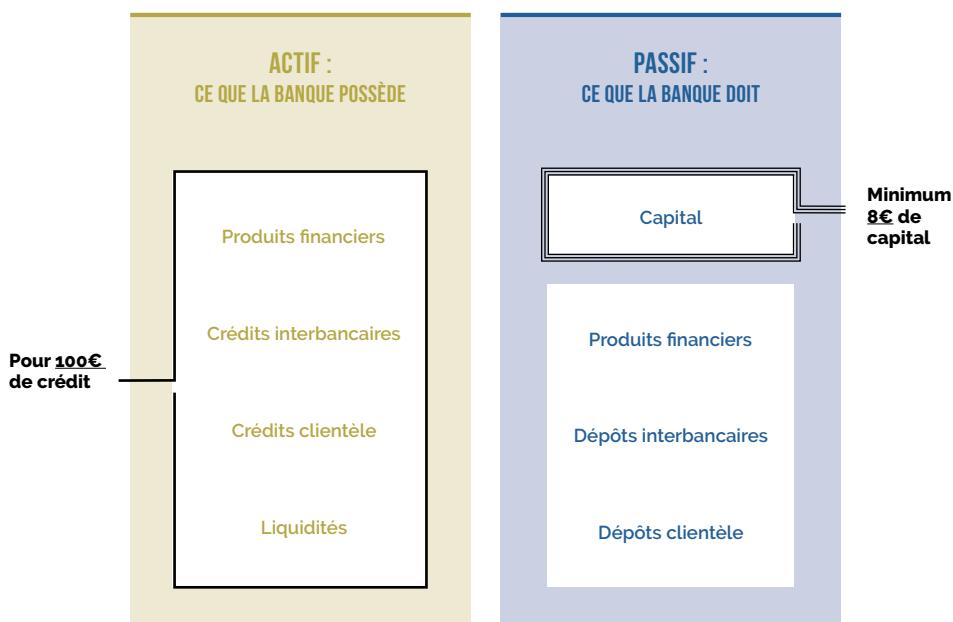
Afin de pouvoir honorer les contrats de couverture (opérations de change ou produits dérivés) qu'elles proposent à leurs clients, les banques doivent elles-mêmes acheter des devises et des matières premières. Depuis les années 1980, elles recrutent de nouveaux profils, les *traders*, qui travaillent dans de nouveaux départements, les *salles de marché*. Le bilan des banques grossit et de nouveaux risques apparaissent, qui sont très différents des risques traditionnels de crédit sur la clientèle. Ainsi, en

1974, les gouverneurs des banques centrales des pays du G10¹⁰ se sont réunis pour réfléchir à ces risques au sein de ce qui s'appelle désormais le Comité de Bâle.

Les banques se prêtent beaucoup entre elles : il n'est pas rare que les prêts d'autres banques représentent 20 à 30 % du bilan d'une banque (ce qu'elle détient). Si une banque perd trop d'argent sur une opération de change et qu'elle fait faillite, une autre banque qui lui aurait prêté peut ne jamais être remboursée, faire faillite à son tour, et ainsi de suite. Cette réaction en chaîne s'appelle le *risque systémique*. Pour l'éviter, les régulateurs du Comité de Bâle ont décidé d'obliger toutes les banques à détenir un montant minimum de capital (on dit aussi « fonds propres »). Le capital est l'argent fourni par les actionnaires, celui sur lequel les pertes s'imputent comptablement. Plus le capital est important, plus une banque peut supporter une grosse perte sans faire faillite pour autant. Le ratio de solvabilité fait partie de la réglementation dite « *prudentielle* » des banques, car il s'agit d'inciter les actionnaires des banques à être prudents en conservant davantage de capital dans celles-ci.

Une nouvelle réglementation, sur les fonds propres des banques, issue des préconisations du Comité de Bâle, s'est donc progressivement mise en place à partir de 1988¹¹ (seule la réglementation du crédit est abordée ici). Cette réglementation a obligé les banques à détenir en permanence un niveau de fonds propres correspondant à 8 % du total des crédits accordés et donc dénommé « ratio de solvabilité ».

LE RATIO DE SOLVABILITÉ DANS LE SYSTÈME DE BÂLE



10 Les onze plus grands pays industrialisés : Allemagne, Belgique, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse.

11 Les réglementations sont établies au niveau national mais sont dans les faits une transcription des recommandations du Comité de Bâle. Voir l'historique de cette instance : <https://www.bis.org/bcbs/history.htm>

Cependant, ce ratio (dit « de solvabilité ») ne se calcule pas à partir des crédits « bruts », mais à partir des crédits « pondérés en risque »¹². En d'autres termes, à partir de crédits auxquels on applique un facteur de calcul qui reflète leur niveau de risque.

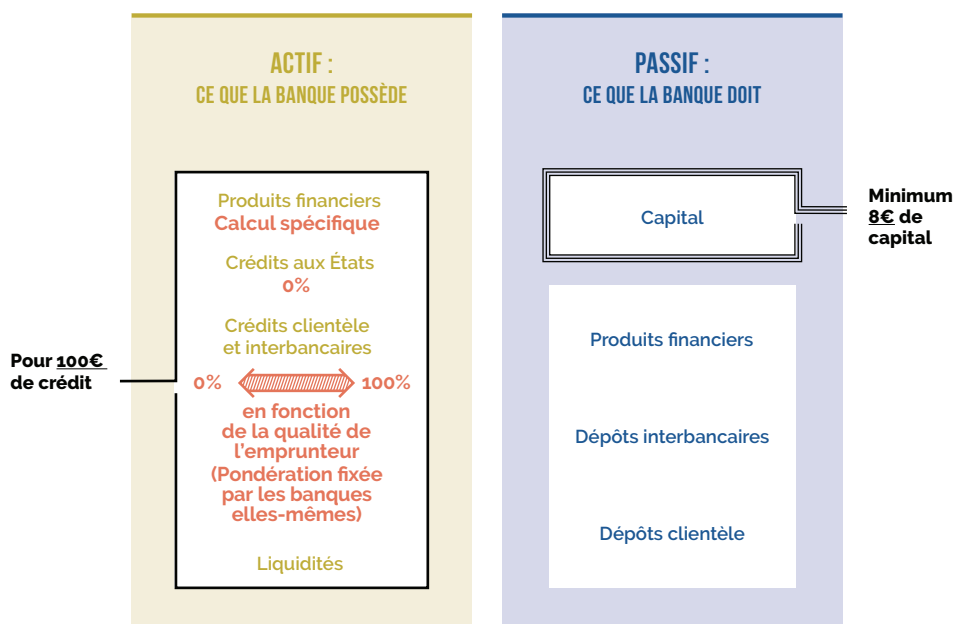
Ainsi, ce qui est compté dans le ratio de solvabilité, en pourcentage du crédit accordé, est :

- ▶ nul, si le client est un État. En effet, en théorie, un État est toujours capable de rembourser une dette dans sa monnaie nationale, puisque l'État peut créer de la monnaie pour rembourser ;
- ▶ de 20 % si le client est une banque ;
- ▶ de 50 % si le crédit est un crédit immobilier avec hypothèque.

La réglementation prudentielle a depuis connu de nombreuses évolutions (c'est aujourd'hui l'accord de Bâle III de 2010 qui s'applique), mais le principe de base reste le même.

Cette réglementation avait pour but de réglementer le secteur bancaire et de limiter les risques. Elle a eu des conséquences fondamentales sur l'organisation de l'activité des banques, la plus importante ayant été le développement de la titrisation et du secteur bancaire parallèle.

LA PONDÉRATION DES CRÉDITS DANS LE SYSTEME DE BÂLE



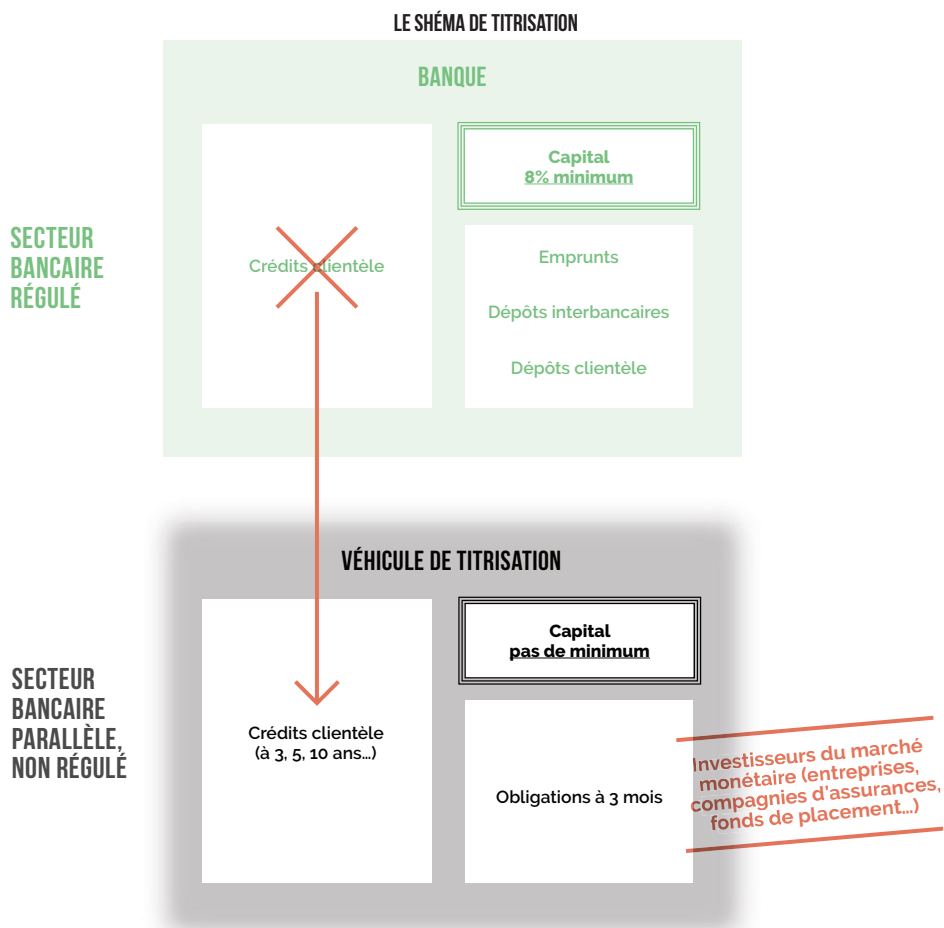
Le pourcentage de capital que les banques doivent conserver dépend du risque de non-remboursement des crédits.

¹² Il est en cela différent du ratio comptable qui compare les montants absolus de fonds propres et d'engagements. C'est ce dernier qui fait l'objet de recommandations dans ce rapport afin de mieux appréhender les risques pris par les acteurs financiers (voir partie 6). Voir également le tableau sur les banques systémiques, qui compare les deux ratios (page 49).

D. EXTERNALISATION D'ACTIVITÉS FINANCIÈRES ET DÉVELOPPEMENT DU SECTEUR BANCAIRE PARALLÈLE

Avoir beaucoup de fonds propres protège la banque d'un risque de faillite, mais ne va pas dans le sens de l'intérêt financier à court terme de ses actionnaires. En effet, les actionnaires d'une banque souhaitent généralement maximiser le rendement de leur investissement, mesuré par le ratio bénéfices/capital investi. Plus le capital investi est faible, plus ce ratio est élevé. Pour répondre à l'imposition des ratios de solvabilité, les banques ont, d'une part, augmenté la part des actifs pondérés à zéro en risque de crédit dans leurs bilans, à savoir les emprunts d'État et, d'autre part, pour les actifs qui pesaient en pondération dans le ratio de solvabilité, elles ont mis en place un dispositif pour « sortir » le risque de leurs bilans : la *titrisation*.

La titrisation consiste pour une banque à vendre un portefeuille de crédits à une autre structure appelée « fonds de titrisation ». Ce fonds n'est pas une banque et il n'est ainsi pas soumis à la réglementation de solvabilité : son capital peut être très faible. Le fonds achète les crédits à la banque avec de l'argent qu'il a levé auprès d'investisseurs des marchés financiers, sous forme d'obligations (titres de créances, que l'on peut acheter et vendre). Le fonctionnement général consiste



pour une banque à vendre des portefeuilles de crédits à long terme (immobiliers ou aux entreprises) à des structures financières qui se financent en émettant des obligations sur le marché dit monétaire (marché des obligations à court terme, de durée inférieure à un an).

Qui investit dans ces fonds de titrisation ? Tous les acteurs du marché (entreprises, fonds de placement d'épargne des particuliers telles les Sicav...) qui cherchent à bénéficier d'un rendement un peu amélioré par rapport au taux d'intérêt en vigueur sur les placements à court terme, qui est très faible, peuvent investir dans ces fonds. En effet, depuis les années 1980, la politique de faible inflation menée par les banques centrales des pays développés a abouti à ce que les taux d'intérêt restent très bas.

Quel est l'intérêt de l'opération de titrisation pour une banque ? Celle-ci accorde un crédit au client ; elle perçoit à cette occasion une commission. Puis elle vend ce crédit au fonds de titrisation, récupérant ainsi de l'argent qu'elle peut prêter à nouveau pour, à nouveau, encaisser des commissions puis revendre des crédits. Il s'agit du nouveau modèle des banques : « *originate to distribute* », « fabriquer du crédit pour le distribuer au marché financier ». Les banques se transforment en monteurs et placeurs de crédits ; le risque est transféré aux investisseurs des marchés financiers, qui investissent sous forme de titres (actions ou obligations).

C'est ainsi qu'a émergé un *secteur bancaire parallèle* qui comprend notamment les fonds de titrisation. On y compte aussi les fonds spéculatifs. Certains sont spécialisés dans des techniques d'arbitrage¹³, d'autres dans différentes formes de produits dérivés, selon les occasions de marché. En général, un *hedge fund* a peu de capital, et appartient à une seule personne ou à un petit groupe d'actionnaires ; il est fortement endetté à taux faible auprès d'une banque.



Trading de haut niveau.

¹³ Opération qui consiste à profiter des écarts de cours à très court terme (d'une minute à l'autre, par exemple), ou de la différence de cours qu'il peut y avoir au même moment sur le même titre sur des Bourses différentes, par exemple Paris et New York), voir le point C de cette définition : <http://www.cnrtl.fr/lexicographie/arbitrage>

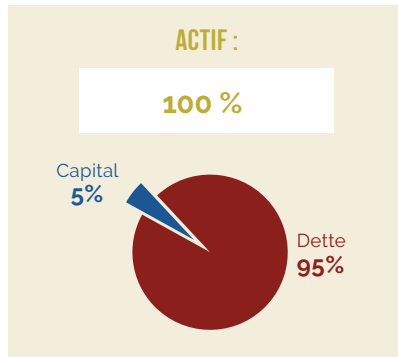
L'EFFET DE LEVIER, OUTIL MAJEUR DE LA SPÉCULATION

Calcul des gains d'actionnaires en fonction du niveau d'endettement d'une entreprise

Pour simplifier la présentation, le calcul ne tient pas compte de la fiscalité des gains (ni des déductions possibles sur emprunts), mais le mécanisme est similaire après paiement et déductions fiscaux.

Une entreprise financée :

- à 5% par ses actionnaires
- à 95% par la dette



CAS N°1

TAUX D'EMPRUNT 2%  RENDEMENT DE L'ENTREPRISE 10%

Coût de la dette $95 \times 2\% = 1,9$ Gain de l'entreprise $100 \times 10\% = 10$

Gain de l'actionnaire = $10 - 1,9 = 8,1$

Il avait investi 5 • Il a gagné 8,1

Effet BINGO : 162% de gain

CAS N°2

TAUX D'EMPRUNT 5%  RENDEMENT DE L'ENTREPRISE 4%

Coût de la dette $95 \times 5\% = 4,75$ Gain de l'entreprise $100 \times 4\% = 4$

Gain de l'actionnaire = $4 - 4,75 = -0,75$

Il avait investi 5 • Il a perdu 0,75

Effet MASSUE : il perd 15% de son investissement



La titrisation grâce aux banquiers de l'ombre.

Il est impossible de décomposer précisément le secteur bancaire parallèle car, comme il n'est pas réglementé, on ne dispose pas d'informations précises sur ce dernier : aucune autorité n'est chargée d'enregistrer ses activités. Néanmoins, ces dernières années, le Conseil de stabilité financière (CSF, voir partie 3) et la Banque centrale européenne (BCE), par exemple, ont commencé à étudier ce phénomène de plus près. Ce secteur a en effet pris une importance considérable au cours des vingt dernières années. Selon la BCE, dans la zone euro à fin 2015, sur 67 000 milliards d'euros d'actifs financiers totaux, 26 000 milliards – soit environ 40 % – étaient détenus par des acteurs du secteur bancaire parallèle¹⁴. Les États-Unis ont connu une évolution similaire¹⁵.

Le secteur bancaire parallèle est donc très important en taille et ne comporte pas les mêmes garde-fous que le secteur bancaire en matière de risque : pas de capital minimum, à la différence des banques, pas de chambre d'enregistrement des produits, ni d'organe régulateur. De plus, dans le cas de la titrisation, les prêteurs et les emprunteurs sont séparés par une chaîne de produits financiers¹⁶. Les prêteurs ne savent pas vraiment quels emprunteurs ils financent, c'est d'ailleurs l'un des facteurs qui a déclenché la crise de 2008 (voir partie 3).

¹⁴ BCE, *Rapport annuel 2015*, p. 68, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2015fr.pdf?33442d868260d516a9b38063a4ce961c> ; voir aussi les estimations basses du CSF, dans son « Global Shadow Banking Monitoring Report 2016 », mai 2017, <http://www.fsb.org/2017/05/global-shadow-banking-monitoring-report-2016/>

¹⁵ Voir notamment Jun Luo, « *Shadow Banking* », page d'information régulièrement actualisée, fin 2016, le CSF estimait qu'un tiers du « *shadow banking* » global serait localisé aux États-Unis.

¹⁶ Voir Hyun Song Shin, « Financial intermediation and the post-crisis financial system », *BIS Working Papers* n° 304, mars 2010, <https://www.bis.org/publ/work304.pdf>

Depuis l'abandon du système de changes fixes en 1973, les produits dérivés se sont développés, puis la régulation prudentielle bancaire de Bâle a été mise en place, ce qui a abouti à l'externalisation d'une partie des activités des banques vers un secteur bancaire parallèle.

Simultanément, plusieurs phénomènes connexes ont permis l'accentuation de la dérégulation et le renforcement de l'emprise de la finance sur l'économie et les sociétés, ce qui a accentué la dérégulation de la finance et la place démesurée que celle-ci a prise dans les économies et les sociétés.

2.2. UNE SÉRIE DE PHÉNOMÈNES CONNEXES RENFORCENT LA FINANCIARISATION

A. LES FRONTIÈRES S'OUVRENT AUX MOUVEMENTS DE CAPITAUX

Pendant les décennies 1960 et 1970, les pays avancés¹⁷ vont chercher à préserver la croissance et l'emploi dans leurs pays. Pour ce faire, ils vont exporter des produits manufacturés vers les pays moins avancés. L'Europe et les États-Unis accumulent des excédents commerciaux (ils exportent plus qu'ils n'importent), au contraire des autres pays qui accusent des déficits commerciaux (ils importent des produits manufacturés européens ou américains, et exportent principalement des matières premières). En 1973, le dollar s'effondre après son décrochage de l'étalon or. Or le pétrole est vendu en dollars par les pays producteurs. Ceux-ci se regroupent au sein de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et multiplient les prix par quatre, pour compenser la baisse du dollar : c'est le premier choc pétrolier. Cette contraction économique violente va ralentir la demande et l'activité économique dans les économies avancées¹⁸.

Le système monétaire international de l'après-guerre¹⁹ a mis en place le Fonds monétaire international (FMI), un organisme regroupant tous les pays du monde, destiné à assurer le bon fonctionnement du système. Le FMI est notamment chargé de prêter aux États qui en auraient besoin et qui ne pourraient pas emprunter sur les marchés financiers privés. Ainsi un grand nombre de pays émergents, en Amérique latine, en Afrique et en Asie, ont eu besoin d'emprunter de l'argent au FMI dans les années 1980, car ils avaient épuisé leurs réserves de devises à la suite de nombreuses années de déficits commerciaux. Les pays avancés, eux, avaient besoin d'investir à l'étranger pour trouver de nouveaux relais de croissance, après le choc pétrolier.

À partir des années 1980, le FMI adopte la doctrine dite du consensus de Washington²⁰. Celui-ci conditionne l'octroi de ses prêts en devises aux économies émergentes et en développement à l'adoption d'un programme économique libéral par ces pays. Le FMI a ainsi encouragé ces économies à privatiser leurs banques, à ouvrir leurs frontières aux mouvements de capitaux, en particulier en provenance des États-Unis, et à supprimer les frontières commerciales et les droits de douane. Deux autres organismes interna-

¹⁷ À cette époque, les pays « avancés » sont des pays d'Europe occidentale (Allemagne, Belgique, France, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse), les États-Unis, le Canada et le Japon – qui constituent le G10, groupe établi en 1962 et élargi à 11 pays en 1964.

¹⁸ Voir notamment Joseph Stiglitz, *La grande désillusion*, Fayard, 2002 ; ou Rawi Abdelal, *Capital Rules, the construction of global finance*, Harvard University Press 2007.

¹⁹ Mis en place lors de la Conférence de Bretton Woods, aux États-Unis, regroupant les pays alliés en 1944.

²⁰ Concept élaboré par John Williamson entre 1989 et 1990. Voir et l'analyse faite dans la revue *Finances et Développement* du FMI plusieurs années après : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fin/2003/09/pdf/clift.pdf>

tionaux ont ensuite préconisé des politiques libérales similaires²¹ : l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE)²² et l'Organisation mondiale du commerce (OMC)²³. Le consensus de Washington a joué un rôle essentiel pour permettre l'émergence de très grandes banques aux réseaux mondiaux, comme Citibank ou BNP Paribas. C'est dans les années 1980, grâce à cette politique économique favorable à la création de groupes multinationaux, qu'elles ont constitué leurs réseaux.

En permettant une large ouverture des frontières aux mouvements de capitaux, la politique du consensus de Washington a aussi favorisé les mouvements spéculatifs internationaux. Ainsi, en 1997, plusieurs fonds d'investissement spéculatifs ont pu faire chuter le baht thaïlandais parce qu'il n'y avait pas de restriction à l'achat de baht par des capitaux étrangers²⁴. La monnaie et la Bourse du pays ont perdu les trois quarts de leur valeur en quelques jours.

Le consensus de Washington n'a eu qu'un résultat au mieux mitigé sur les économies des pays émergents et en développement (voir partie 5). Les pays qui ont connu la croissance la plus spectaculaire sont ceux qui ne l'ont pas (ou très peu) respecté et qui ont protégé leurs pays des investissements étrangers : la Corée, Taïwan et la Chine notamment²⁵.

B. L'ÉMERGENCE DES MÉGA-BANQUES

Le processus de dérégulation et d'ouverture des frontières aux mouvements de capitaux a eu pour conséquence la domination du secteur bancaire par de très grands groupes bancaires. Si la crise de l'immobilier américain a déclenché la crise financière de 2008, la dimension mondiale de cette dernière est due aux connexions multiples d'une très grande banque, Lehman Brothers, qui a fait faillite.

Trente groupes bancaires dans le monde dits d'importance systémique et dont la taille représente 2/3 de l'économie mondiale.

À la suite de la crise, le Conseil de stabilité financière, l'organisme mondial de régulation chargé d'améliorer la stabilité du système financier, a identifié 30 groupes bancaires dans le monde dits d'importance systémique²⁶. Ce dernier estime en effet qu'une faillite de l'un de ces groupes pourrait déclencher une crise financière mondiale. Les bilans cumulés de ces 30 groupes bancaires à fin 2016 représentaient environ 50 000 milliards de dollars, soit plus des deux tiers de la production mondiale²⁷. Or, dix ans après la crise, ces groupes bancaires restent globalement trop peu capitalisés. Leur ratio de fonds propres moyen est en effet de seulement 5 % environ, souvent très différent du ratio prudentiel calculé par les banques elles-mêmes (un écart de 1,71 à plus 4 selon les banques)²⁸.

21 Deux ouvrages relatent ces rôles actifs de l'OCDE et du FMI dans la libéralisation des économies : *La grande désillusion* de Joseph Stiglitz, Prix Nobel d'économie, et *Capital Rules, the construction of global finance*, de Rawi Abdelal, enseignant à la Harvard Business School.

22 Organisation pour la Coopération et le développement économiques, regroupant 35 pays avancés et créée en 1960.

23 Organisation Mondiale du Commerce (World Trade Organization en anglais), créée à Genève en 1995

24 Voir la description de la crise asiatique de 1997 sur <https://www.alternatives-economiques.fr/crise-asiatique-de-1997/00064005>

25 La Banque mondiale l'a reconnu avec réticence dès 1993 : « Le miracle de l'Asie de l'Est : croissance économique et politiques publiques », <http://documents.banquemondiale.org/curated/fr/769691468245385079/pdf/123510PUB0v20F0ry000French00020f02.pdf>

26 les G-SIB pour Global – Systematically Important Banks ou encore Banques globales d'importance systémique. Voir la liste établie par le CSF, <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/2016-list-of-global-systemically-important-banks-G-SIBs.pdf>

27 Voir les données bancaires du Global Capital Index de la Federal Deposit Insurance Corporation, une des instances de régulation états-uniennes (voir <https://www.fdic.gov/about/learn/board/hoenig/global.html>). Le PIB mondial est estimé à environ 75 000 milliards de dollars. Voir la base de données de la Banque mondiale <http://databank.banquemondiale.org/data/home.aspx>

28 Cette différence très variable d'une banque à l'autre entre le ratio de fonds propres et le ratio prudentiel montre à quel point il peut être compliqué pour le régulateur de pouvoir comparer les niveaux d'exposition aux risques pris par les banques puisque le mode de pondération est différent d'une banque à l'autre.

BANQUES SYSTÉMIQUES ET LEURS RATIOS PRUDENTIELS ET COMPTABLES (2016)

Établissement	Pays d'origine	Ratio prudentiel (engagements pondérés sur fonds propres prudentiels)	Ratio comptable déclaré par les banques (engagements bruts sur fonds propres)	Rapport entre les deux ratios
UniCredit	ITALIE	9,04	3,24	2,79
Deutsche Bank	ALLEMAGNE	15,58	3,5	4,45
Mizuho FG	JAPON	12,59	3,9	3,23
Société générale	FRANCE	14,8	4,2	3,52
BNP Paribas	FRANCE	12,87	4,4	2,93
Crédit Suisse	SUISSE	18,01	4,4	4,09
UBS	SUISSE	19,94	4,58	4,35
Barclays	ROYAUME-UNI	15,58	4,6	3,39
Sumitomo Mitsui FG	JAPON	13,53	4,63	2,92
Mitsubishi UFJ FG	JAPON	12,74	4,69	2,72
ING Bank	PAYS-BAS	16,34	4,8	3,40
BPCE	FRANCE	14,48	4,94	2,93
Banco Santander	ESPAGNE	12,53	4,98	2,52
Nordea bank	SUÈDE	20,69	5	4,14
Royal Bank of Scotland	ROYAUME-UNI	17,71	5,1	3,47
HSBC	ROYAUME-UNI	16,1	5,4	2,98
Bank of New York Mellon	ÉTATS-UNIS	12,59	5,6	2,25
State Street	ÉTATS-UNIS	14,74	5,6	2,63
Crédit agricole	FRANCE	16,08	5,7	2,82
Standard Chartered	ROYAUME-UNI	15,7	5,7	2,75
Morgan Stanley	ÉTATS-UNIS	19,01	6,2	3,07
Agricultural Bank of China Limited	CHINE	11,06	6,27	1,76
Goldman Sachs	ÉTATS-UNIS	15	6,4	2,34
JPMorgan Chase	ÉTATS-UNIS	14,09	6,52	2,16
Bank of America	ÉTATS-UNIS	12,44	6,9	1,80
China Construction Bank	CHINE	13,15	7,03	1,87
Bank of China Limited	CHINE	12,28	7,06	1,74
Citigroup	ÉTATS-UNIS	15,29	7,22	2,12
Wells Fargo	ÉTATS-UNIS	12,82	7,5	1,71
Industrial and Commercial Bank of China	CHINE	13,42	7,55	1,79

ÉCART ENTRE RATIO COMPTABLE ET RATIO PRUDENTIEL

■ SUPÉRIEUR À 4 ■ ENTRE 2 ET 4 ■ INFÉRIEUR À 2

Source : Global Capital Index de la Federal Deposit Insurance Corporation <https://www.fdic.gov/about/learn/board/hoenig/capitalizationratio4q16.pdf>

Commentaire de ce tableau : Banques classées selon le ratio comptable (ordre croissant de couverture de risque). Le ratio comptable des banques est de seulement 5 % environ en moyenne, souvent très différent du ratio prudentiel calculé par les banques elles-mêmes (un écart de 1,71 à plus de 4 selon les banques).

Le capital d'un groupe bancaire, ses fonds propres, représente en effet la quantité comptable sur laquelle s'imputent les pertes du groupe. Dire qu'une banque a 5 % de fonds propres revient à dire qu'elle ne peut pas perdre plus de 5 % de son bilan sans faire faillite. Or, les contextes économiques et financiers restent très volatils. L'instabilité structurelle du secteur financier, liée au système de changes flottants et à la place considérable des produits dérivés, a déjà été évoquée. À ces risques s'est ajouté depuis la crise le risque de faillite (on parle dans ce cas de défaut) des États surendettés. Ainsi, par exemple, dans le cas de la première crise de la dette publique grecque de 2010, les banques françaises détenaient plusieurs dizaines de milliards d'euros de dette de l'État grec ; si la Grèce avait déclaré que cette dette ne serait pas remboursée (le « défaut »), les banques françaises auraient subi des pertes considérables.

Ainsi, dans ce contexte d'instabilité financière élevée, il est légitime de penser qu'un niveau de 5 % de fonds propres soit trop faible pour être sûr qu'un groupe bancaire systémique ne puisse pas faire faillite. C'est d'ailleurs l'analyse de l'OCDE : elle a estimé dès 2012 qu'il manquait 700 milliards de dollars aux banques des pays de l'OCDE pour être considérées comme solides²⁹.

C. DÉRÉGULATION PROGRESSIVE DU CRÉDIT

Les petites banques de proximité disparaissent au profit de grands réseaux bancaires

Parallèlement à l'ouverture des capitaux et à l'émergence de méga-banques, la plupart des pays avancés ont peu à peu dérégulé le secteur du crédit, ce qui a participé au renforcement de la place de la finance dans l'économie et les sociétés.

Avant 1973, le crédit intérieur était très contrôlé dans la plupart des économies avancées. Aux États-Unis, par exemple, les banques n'avaient pas le droit de s'étendre au-delà d'un seul État³⁰ et les banques d'affaires et de détail³¹ restaient séparées par la loi Glass-Steagall de 1933³².

La décennie 1970-1980 a été une période de *dérégulation bancaire* dans les économies avancées. En France, la réforme Debré de 1966 déspecialise les banques : toutes les banques peuvent désormais faire tous les métiers (détail, affaires, prêts à court et à long terme...) et ouvrir des filiales librement. Pendant cette période, les banques vont se faire davantage concurrence et se concentrer. Les petites banques de proximité et les banques spécialisées dans le secteur local public (Crédit local de France, Sociétés de développement régional...) disparaissent au profit de grands réseaux bancaires. Le résultat de ces évolutions est un secteur bancaire français très concentré et qui comporte quelques-unes des méga-banques de taille mondiale (notamment BNP Paribas, la Société générale et le Crédit agricole).

29 Adrian Blundell-Wignall et Paul E. Atkinson, « Deleveraging. Traditional versus Capital Markets Banking and the Urgent Need to Separate and Recapitalize » G-SIFI Banks, *OECD Journal : Financial Market Trends*, Volume 2012 – Issue 1, 2012, <http://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/Deleveraging.%20Traditional%20versus%20Capital%20Markets%20Banking.pdf>

30 Loi Mc Fadden de 1927.

31 Les activités dites de « banque de détail » sont la gestion des moyens de paiement, la collecte de dépôts et l'octroi de crédits. Les activités de « banques d'affaires » sont les achats de titres financiers (actions et obligations), la fabrication, gestion et vente de produits dérivés, et le conseil en montages financiers tels que des rapprochements d'entreprises ou des introductions en Bourse pour les clients.

32 Loi instituant la séparation des banques de dépôt et d'investissement, édulcorée à partir des années 1970, pour être finalement abrogée en 1999.

Les mêmes tendances peuvent être globalement observées dans toutes les économies avancées, sur la décennie 1970-1980 :

- ▶ les banques centrales renoncent au *contrôle de la quantité de crédit*, pour laisser les banques déterminer elles-mêmes soit la quantité totale de crédit, qu'elles accordent, soit la répartition par secteurs économiques de ces crédits, selon les pays. Avec pour résultat une croissance générale et très rapide de l'immobilier dans le total des crédits accordés (voir partie 4) ;
- ▶ elles renoncent également à la *spécialisation des établissements financiers* par types (banque de détail, banque d'affaires, banque spécialisée dans le crédit local, etc.), et de nombreux gouvernements autorisent les banques à avoir des activités annexes, notamment l'assurance. La naissance des méga-banques multinationales date de cette période ;
- ▶ enfin, les banques centrales renoncent à encadrer l'*orientation du crédit*. Le principal objectif des banques centrales est désormais de maintenir une inflation faible et stable. La tendance parmi les régulateurs a été de considérer que tant que l'inflation restait faible, la croissance de l'endettement du secteur privé n'était pas inquiétante. Pourtant, cette croissance du crédit a joué un rôle clé dans la crise de 2008 (voir partie 3).

À partir de cette période, les marchés financiers ont tendance à être considérés comme des marchés de n'importe quel bien ou service, et le crédit comme un produit ordinaire censé s'orienter de manière optimale dans un marché libéralisé. Or le crédit et les marchés financiers sont des éléments qui structurent l'activité économique et la société. Ils relèvent de l'intérêt général, du bien public, puisqu'ils sont au service des activités économiques (non financières) et des besoins des sociétés, et ne devraient ainsi pas être confiés sans contrôle au secteur privé. Avant la crise majeure de 2008, plusieurs crises financières se sont produites, que l'on peut notamment imputer à une libéralisation financière excessive : ainsi, par exemple, la crise des caisses d'épargne aux États-Unis en 1986, l'éclatement de la bulle du crédit immobilier au Japon en 1990, qui plonge le pays dans une déflation dont il n'est toujours pas sorti, la chute du fonds spéculatif américain Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998... Or de nombreux économistes et régulateurs ont attribué ces crises non pas à la libéralisation excessive mais, au contraire, au fait que la libéralisation des marchés financiers n'était pas assez complète.

D. « MISE EN MARCHÉ » DE LA DETTE DES ÉTATS AVANCÉS

Enfin, la finance a également pris une place importante dans nos économies et nos sociétés car les États qui se finançaient en mobilisant l'épargne intérieure se sont progressivement endettés auprès des marchés financiers.

Le paragraphe A ci-dessus a montré que les économies émergentes se sont beaucoup endettées auprès du FMI dans la décennie 1980-1990, dans le contexte de la politique économique du consensus de Washington. Dans son livre « *La grande désillusion* », paru en 2002, le Prix Nobel d'économie Joseph Stiglitz³³ explique comment les pays avancés, et notamment les pays européens, se sont peu à peu endettés eux aussi sur les marchés financiers à partir des années 1980, et comment les marchés financiers leur ont appliqué des règles de contrôle budgétaire identiques à celles que le FMI avait fait appliquer aux pays émergents.

³³ Joseph Stiglitz, *La grande désillusion*, op. cit., 2002.

L'exemple français : la dette de l'État est « mise en marché » à partir des années 1970

Avant 1973, l'État français n'a pas de dette sur les marchés financiers. Il se finance « en interne » par le biais du « circuit du Trésor ». Lorsque l'État a besoin d'argent, il emprunte directement auprès des Français en émettant des « bons du Trésor », des obligations³⁴, que les particuliers peuvent acheter aux guichets des banques. Les banques sont obligées d'acheter une partie des emprunts d'État. La banque centrale, la Banque de France, prête de l'argent aux banques pour cela, et prête aussi directement de l'argent au Trésor. Avec ce circuit de financement, le Trésor n'a pas besoin de ressources externes.

La réforme bancaire Debré de 1966 a été un premier pas pour autoriser l'État à emprunter sur les marchés financiers privés. À partir de 1973, le choc pétrolier et le

Les acteurs des marchés financiers étant favorables à des politiques d'austérité, ils imposent des marges de manœuvre limitées aux États, notamment dans les pays avancés, qui ne peuvent pas mener des politiques publiques ambitieuses.

ralentissement de la croissance font que le déficit public se creuse. L'État doit alors trouver d'autres sources de financement mais, par choix politique, il choisit de ne pas avoir recours à la création monétaire. Ces réformes ont pour conséquence « *d'obliger l'État à vivre comme un emprunteur; c'est-à-dire de se poser des questions sur le coût de l'emprunt et le service de la dette* »³⁵. À partir de 1985, l'État met en place le système des

spécialistes en valeurs du Trésor (SVT). La dette est mise aux enchères³⁶ : l'État lance des appels à l'emprunt sur le marché et vend la dette aux investisseurs qui proposent le taux le moins cher pour une durée d'emprunt donnée. Les SVT³⁷ sont quelques grandes banques, françaises et étrangères, qui ont le droit de répondre à ces appels d'offres et qui achètent la dette de l'État. Ces banques peuvent ensuite la garder pour leur propre compte, ou la revendre à des investisseurs de marché : les « investisseurs institutionnels », les compagnies d'assurances ou les caisses de retraite, ainsi que les organismes de placement des particuliers (Sicav, etc.). Ce système de placement est international. Ainsi, actuellement 55 % de la dette française est détenue par des investisseurs étrangers, 18 % par des assureurs français et 7 % par des banques françaises³⁸.

La mise en marché du financement de l'État n'a pas permis de contenir son endettement (voir partie 4). La dette publique à la fin 2016 s'élève à 2 160 milliards d'euros ou 98 % de la production annuelle (le PIB). La charge d'intérêts en 2015 s'est élevée à 43 milliards d'euros et le remboursement du principal des emprunts est passé à 150 milliards d'euros. Les nouveaux emprunts émis en 2015 se sont

34 Une obligation est un « titre financier » qui représente un emprunt. Ce titre est négociable, on peut le vendre et l'acheter (sur les « marchés financiers », où se traitent les obligations, les actions et les produits dérivés). Le détenteur d'une obligation reçoit les remboursements (montant emprunté plus intérêts) de la part de l'emprunteur.

35 Citation de Jean-Yves Haberer, directeur du Trésor de 1978 à 1982, dans Benjamin Lemoine, *L'ordre de la dette*, La Découverte, 2016, p. 99.

36 Système dit d'adjudication.

37 Au 1^{er} mars 2017, 16 établissements composaient le groupe de SVT, sélectionnés par l'Agence France Trésor. Voir la liste sur http://www.aft.gouv.fr/rubriques/primary-dealers_83_lng1.html

38 Chiffres de l'Agence France Trésor. Voir « Détenition des titres de la dette négociable de l'État par groupe de porteurs au quatrième trimestre 2017 », http://www.aft.gouv.fr/articles/detenition-des-titres-de-la-dette-negociable-de-l-etat-par-groupe-de-porteurs_960.html (consulté au premier trimestre 2018).



La dette des États a été progressivement mise sur le marché.

élevés à 221 milliards d'euros³⁹. Cela veut dire que l'État est dans une situation où il doit emprunter massivement pour rembourser l'endettement existant, et que cela pèse fortement sur son budget. En comparaison des montants ci-dessus, le premier poste de dépenses de l'État, l'enseignement scolaire, représente une charge budgétaire annuelle de 50 milliards d'euros. L'État français lance un emprunt toutes les deux semaines en moyenne sur les marchés financiers internationaux.

Une évolution similaire dans les autres économies avancées

Les autres grandes économies avancées, comme les États-Unis, le Japon et les États de la zone euro, sont dans une situation comparable à celle de la France : recours à l'emprunt sur les marchés financiers internationaux pour financer les déficits publics et taux d'endettement important. Les marchés de capitaux globaux se sont développés à partir des États-Unis, puis du Royaume-Uni, dans toute l'Europe depuis les années 1980. La situation actuelle est ainsi une situation de fort *endettement public généralisé*, la Chine et le Japon faisant certes exception car ces deux pays sont très peu emprunteurs sur les marchés de capitaux internationaux : les déficits de l'État sont financés par la création monétaire intérieure et l'épargne domestique.

Les acteurs des marchés financiers étant favorables à des politiques d'austérité, ils imposent des marges de manœuvre limitées aux États, notamment dans les pays avancés, qui ne peuvent pas mener des politiques publiques ambitieuses.

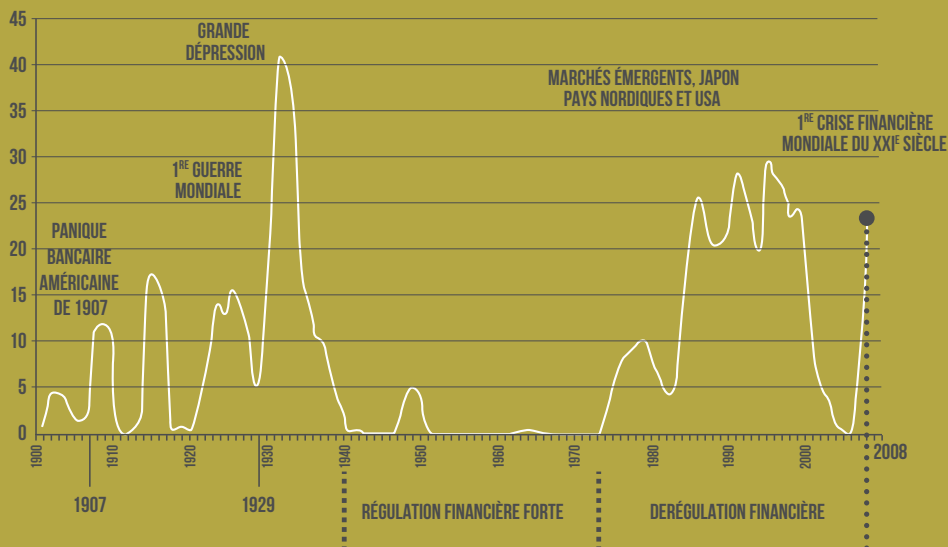
³⁹ Chiffres de la direction du Budget. Voir les documents disponibles sur le Forum de la performance, https://www.performance-publique.budget.gouv.fr/budget-comptes-etat/comptes-etat#.W6FMbggs_U

2

SYNTHÈSE

Le système financier mondial actuel s'est construit à partir de la nouvelle donne des systèmes de changes flottants à partir de 1973. Pour faire face à la montée des risques dans les bilans bancaires, les banquiers centraux ont mis en place dans les banques le système prudentiel du Comité de Bâle. Un système bancaire parallèle important s'est alors développé hors du champ de la régulation bancaire, comprenant les fonds d'investissement et de titrisation.

LES CRISES FINANCIÈRES ONT ÉTÉ BIEN PLUS FRÉQUENTES APRÈS LA DÉRÉGULATION DES ANNÉES 1970-1980



Source : *Banking crises: an equal opportunity menace*, p. 6, Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, Working Paper 14587, National Bureau Of Economic Research, <http://www.nber.org/papers/w14587>

Commentaire de ce graphique : Les crises financières ont été fréquentes et importantes depuis la rupture du système de changes fixes en 1973, et avant la grande crise de 2008. Cela résulte de l'instabilité liée au système de changes flottants, mais aussi le fait que les régulations financières mises en place après 1973 n'ont pas réussi à supprimer cette instabilité, ni à éviter ces crises.

Parallèlement, les frontières se sont ouvertes aux mouvements de capitaux sous l'influence de la politique économique du FMI dans les années 1980. De plus, la réglementation du crédit et des banques a été assouplie partout dans le monde,

permettant notamment l'émergence de multinationales bancaires. Cela a également été un des facteurs essentiels d'une croissance exponentielle du crédit, bien au-delà des besoins de l'économie. Enfin, une grande partie des États émergents, puis les États développés, sont devenus emprunteurs sur les marchés financiers, et en sont aujourd'hui fortement dépendants quant à leur financement.

L'ensemble de ces phénomènes a permis à la finance de prendre une place démesurée dans les économies mais aussi de peser très fortement sur les politiques publiques. En outre, cela a engendré une instabilité financière grandissante comme le montre le schéma ci-dessus.

Depuis 1973, les crises financières ont été nombreuses. Mais la crise de 2008 a été la première crise globale. Elle a eu un impact économique considérable et touché directement la vie de millions de personnes. La troisième partie montre que les tentatives de régulation post-crise de la finance n'ont permis ni de redresser l'économie, ni d'écarter les risques d'une nouvelle crise.



Des crises en corrélation avec la dérégulation.

3

DES RÉFORMES INSUFFISANTES APRÈS LA CRISE DE 2008

La crise de 2008 a mis en lumière les dysfonctionnements de la finance. Les réponses institutionnelles ont en effet été nombreuses, mais malheureusement insuffisantes. Fortement amoindries par l'influence trop forte des acteurs de la finance, les réformes entreprises n'ont notamment pas permis de questionner le rôle de la finance, ce qui aurait permis de la remettre au service de l'intérêt général.

La crise financière de 2008 a commencé comme une simple crise de surendettement immobilier : de nombreux ménages américains avaient du mal à rembourser leurs crédits. Mais elle s'est répandue comme une traînée de poudre dans toute la finance mondiale, notamment du fait de la titrisation des crédits concernés et des masses de produits dérivés en circulation. Par ailleurs, l'incapacité et/ou le manque de volonté du gouvernement américain à éviter la faillite d'une très grande banque d'affaires, Lehman Brothers, font l'effet d'une explosion et déclenchent une véritable catastrophe économique¹.

¹ Voir par exemple « De la crise financière à la crise économique », *Documents et débats*, n° 3, Banque de France, janvier 2010, <https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/documents-et-debats-numero-3-integral.pdf> ; ou encore Conseil d'analyse économique, *La crise des subprimes*, La Documentation française, 2008, chapitre 1, pp. 11-61 <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/dossiers/d000041-crise-financiere-2007-2008-les-raisons-du-desordre-mondial/les-facteurs-a-l-origine-de-la-crise-des-subprimes> ; et Marc Roche, *Histoire secrète d'un krach qui dure*, Albin Michel, 2016, qui explique le déroulement au jour le jour de cette crise mondiale.

3.1 À L'ORIGINE DE LA CRISE, L'ÉCLATEMENT D'UNE BULLE SPÉCULATIVE IMMOBILIÈRE

Depuis les années 1980, il n'y a plus d'action du régulateur pour orienter le crédit bancaire dans les économies avancées (voir partie 2), les banques peuvent ainsi choisir librement la destination et le montant des crédits qu'elles accordent. Ainsi, à partir de cette période, les banques ont choisi de faire principalement du *crédit immobilier* car l'analyse du

Le secteur de l'immobilier représente ainsi aujourd'hui plus de 50 % du crédit bancaire dans 17 économies avancées.

risque des crédits demandés dans les autres secteurs (comme le financement des PME, par exemple) est bien plus compliquée et parce que la garantie hypothécaire rassure le prêteur. Le secteur de l'immobilier représente ainsi aujourd'hui plus de 50 % du crédit

bancaire (particuliers et entreprises confondus) dans 17 économies avancées¹ alors que ce n'est pas la seule réponse à apporter aux enjeux du logement². De plus, ces crédits se font au détriment des autres besoins de ces économies que sont, par exemple, le financement de l'innovation, des PME ou encore de la transition écologique (voir partie 4).

Le crédit immobilier, un produit attractif pour les banques et un facteur de bulles et de crises

Le crédit immobilier est un produit sûr pour les banques car elles peuvent prendre en garantie (hypothèque) le bien et rendre ainsi le client captif sur le long terme. Un bien immobilier a en général deux caractéristiques : il est facilement vendable et son prix monte, s'il est situé en milieu urbain et dans un environnement économique dynamique.

Malgré son importance pour l'accès à la propriété, l'impact négatif du crédit immobilier dans les pays avancés vient du fait que, pour l'essentiel, il ne finance pas la construction de nouveaux logements, mais le rachat de logements existants³. Ce n'est pas seulement le déséquilibre offre/demande qui fait monter les prix, mais aussi la disponibilité du crédit pour les différents types de biens. Si le crédit pour l'ancien était moins disponible, les prix ne pourraient monter autant. Lorsque la croissance du volume du crédit immobilier est plus importante que la construction de nouveaux logements, elle fait monter les prix de l'ancien et entraîne la formation de bulles (voir partie 1). Et, quand la bulle immobilière éclate, elle laisse derrière elle des conséquences économiques graves. Ce phénomène de bulle immobilière concerne l'ensemble des pays avancés, ainsi par exemple le Japon – qui a connu une crise immobilière majeure à la fin des années 1990⁴ – ou la Malaisie qui a été touchée par une crise à la fin des années 2000.

Une crise immobilière classique aux États-Unis en 2007, démultipliée mondialement par la titrisation des crédits

Aux États-Unis, à partir des années 2000, les banques américaines avaient massivement octroyé des crédits immobiliers⁵ à des ménages peu solvables (catégorie d'emprunteur dit « *subprime* »). De nombreuses banques avaient encouragé et rémunéré des courtiers, souvent peu scrupuleux, pour placer des prêts à taux bas

1 Voir Oscar Jorda, Moritz Schularick et Alan M. Taylor, « The Great Mortgaging », SF Federal Reserve Bank, 2014, <http://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2014-23.pdf> ; et partie 4.

2 Des solutions aux problèmes d'accès au logement, principalement dans les zones tendues, existent notamment par le biais d'une plus grande modulation du crédit pour les personnes les plus en difficulté, mais aussi par le développement du logement social et du parc locatif.

3 Entre les deux tiers et les trois quarts selon les pays, voir Adair Turner, *op. cit.*, p. 106.

4 Voir Christophe Blot, Jérôme Creel, Christine Riffart, Danielle Schweisguth, « Petit manuel de stratégies de sortie de crise. Comment rebondir pour éviter l'enlisement ? », *Revue de l'OFCE*, n° 110, juillet 2009, pp. 342-345 et 361-363, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/13-110.pdf>

5 Ces crédits étaient très souvent à taux variables et rechargeables, c'est-à-dire renouvelables.

les deux premières années, taux réévalué par la suite, spéculant sur une hausse continue du marché⁶. La faillite des emprunteurs « *subprime* » a déclenché une spirale de baisse des prix qui a fait chuter le prix de l'immobilier et rendu déserts des quartiers entiers. De plus, comme les crédits immobiliers avaient été largement titrisés, ils ont créé par contagion une crise sur l'ensemble des véhicules de titrisation. Par ailleurs, les crédits immobiliers *subprime* américains étaient placés tant aux États-Unis qu'en Europe. Personne ne sachant précisément où étaient logés les crédits défaillants, il était impossible de localiser les pertes de façon précise. Tous les investisseurs des fonds de titrisation ont donc cherché à en sortir en même temps. La titrisation, qui était censée réduire les risques, les a en réalité propagés et amplifiés. La banque américaine Lehman Brothers était l'une des banques les plus actives pour fabriquer des fonds de titrisation, dont elle était actionnaire : elle se trouva immédiatement en difficulté⁷.

La faillite d'un seul géant bancaire, Lehman Brothers, nécessite une intervention massive des banques centrales

La banque Lehman Brothers est un acteur bancaire de taille systémique, qui gère 600 milliards de dollars d'encours et a placé des titres dans tous les pays développés. Elle fait faillite au début de septembre 2008, les autorités américaines n'ayant pas voulu ou pas réussi à mettre en place un plan de sauvetage. C'est la chute de Lehman qui va provoquer la crise financière mondiale la plus grave depuis 1929. Lorenzo Bini Smaghi, membre du directoire de la BCE, analyse ainsi cet épisode : « *Laisser tomber Lehman fut une grave erreur. L'attitude des États-Unis était incompréhensible. Ils n'avaient pas pris la mesure du risque de contagion à l'économie réelle dû à l'interconnectivité des marchés et de l'effet domino.* »⁸ La faillite de Lehman fait alors tomber le premier assureur mondial, l'américain AIG⁹. En effet, AIG a acheté auprès de la banque Lehman des couvertures de risque de crédit (CDS, *Credit Default Swaps*) sur des produits qu'elle détient en portefeuille. Quand le garant s'effondre, et que le marché s'effondre en même temps, AIG subit les pertes de plein fouet. Les acteurs financiers sont alors pris de panique ne sachant évaluer ni les risques des actifs qu'ils détiennent, ni ceux des actifs détenus par d'autres acteurs. Cela entraîne un blocage sur le marché interbancaire, les acteurs ne souhaitant plus prêter face au risque. Devant cette crise de confiance entre acteurs financiers, le Trésor américain et les banques centrales américaines et européennes

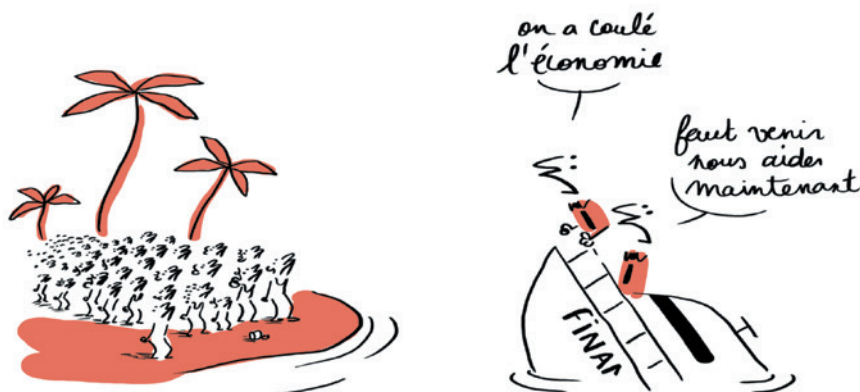
Le gouvernement américain n'avait pas pris la mesure du risque de contagion à l'économie réelle dû à l'interconnectivité des marchés et de l'effet domino.

6 Michael Lewis, *Le casse du siècle. The Big Short*. Sonatine Éditions, 2010 ; Jean de Maillard, *L'arnaque. La finance au-dessus des lois et des règles*, Gallimard, 2010 ; Carl Levin et Tom Coburn, « Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse », Rapport sénatorial (États-Unis), avril 2011, <http://www.nytimes.com/interactive/2011/04/14/business/14crisis-docviewer.html>

7 En septembre 2008, Lehman Brothers employait 25 000 personnes et était la quatrième banque d'affaires américaine. Son bilan était de 700 milliards d'euros dont seulement 25 milliards d'euros de capital. Les investissements à risques étaient de 275 milliards de dollars. La banque avait pris des engagements de garantie de risques de défaut pour 39 milliards de dollars avec 930 000 contreparties (voir Pierre-Yves Collombat, « Une crise en quête de fin. Quand l'Histoire bégaie », *Rapport d'information du Sénat* n° 393, février 2017, p 41, <https://www.senat.fr/rap/r16-393/r16-3931.pdf>).

8 Cité dans Marc Roche, *Histoire secrète d'un krach qui dure*, op. cit., p 222.

9 Voir ce récit de l'évolution du géant américain de l'assurance sur le marché des dérivés : Pierre De Gasquet et Virginie Robert, « AIG : le symbole d'une déroute », *Les Echos*, 1er avril 2009, https://www.lesechos.fr/01/04/2009/LesEchos/20396-039-ECH_aig---le-symbole-d-une-deroute.htm AIG a développé à partir de 1987 ses activités sur les produits dérivés. À partir du début des années 2000, celles-ci sont devenues considérables. En 2008, AIG a déjà vendu pour 446 milliards de dollars de CDS, dont 307 milliards de dollars à des banques étrangères. Face à la panique financière, AIG n'est pas en mesure d'assurer la prise en charge des défauts assurés et doit être sauvé par les contributeurs américains pour une somme totalisant finalement 180 milliards de dollars. Sur cette somme, près de 12 milliards ont permis d'aider une grande banque française, la Société générale.



La crise financière de 2008.

interviennent massivement pour éviter les faillites et calmer les marchés, pour plus de 1 000 milliards de dollars en quelques semaines¹⁰.

Via les faillites d'entreprises et les baisses de commandes dues au brusque arrêt du crédit, la crise provoque une chute considérable de la production dans les économies avancées, comprise entre 10 et 15 % sur les trois années de 2008 à 2010¹¹. Elle a également encore détérioré la situation des personnes pauvres dans les pays avancés (voir partie 4). Cette crise a également déclenché un phénomène de « déflation due au service de la dette » (voir partie 1).

3.2. LA CRISE A ÉTÉ ENRAYÉE GRÂCE À UN SAUVETAGE PUBLIC DES BANQUES ET DES POLITIQUES MONÉTAIRES GÉNÉREUSES POUR LE SECTEUR FINANCIER

Un soutien temporaire des États aux banques

Après la chute de Lehman Brothers, les gouvernements des pays avancés ont choisi de sauver leurs banques¹² pour que les faillites bancaires n'empêchent pas l'économie de fonctionner et pour éviter des pertes d'épargne des ménages. Ces sauvetages ont été rendus incontournables du fait de la taille démesurée prise par les banques devenues systémiques, c'est-à-dire « *trop grosses pour faire faillite* ». Ces faillites entraîneraient en effet une crise financière et économique encore plus grave (voir partie 2). Au début de la crise, les États ont injecté de l'argent dans les banques. Ces injections de capital de la part des États n'ont pas dépassé 3 % du PIB des États avancés au total : cela représente beaucoup en valeur absolue, mais peu par rapport au manque à gagner total de 10 à 15 %

¹⁰ Les États membres de l'Union européenne ont engagé 1 600 milliards d'aide au secteur financier (soit plus de 13 % du PIB) entre fin 2008 et fin 2010 (voir le rapport final du Groupe d'experts de haut niveau sur la réforme structurelle du secteur bancaire de l'UE, présidé par Erkki Liikanen, octobre 2012, p. 21, http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_fr.pdf). Pour les détails des différentes aides au secteur financier des États-Unis, voir « Report on the Troubled Asset Relief Program », Congressional Budget Office, mai 2013, http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/attachments/44256_TARP.pdf et Moira Herbst, « The bank bailout cost US taxpayers nothing? Think again », *The Guardian*, 2013, <https://www.theguardian.com/commentisfree/2013/may/28/bank-bailout-cost-taxpayers>.

¹¹ Voir Adair Turner, *Reprendre le contrôle de la dette*, op. cit. pp. 33 et 325.

¹² Ces sauvetages n'ont fait l'objet d'aucune contrepartie réglementaire alors que, dans ce moment où les banques connaissaient des difficultés et étaient demandeuses de soutien, les responsables politiques auraient pu exiger et obtenir des réformes profondes.



La crise financière réglée.

du PIB que la crise a provoqué (voir plus haut et en partie 4). Par ailleurs, ces injections se sont faites sous forme de prêts qui ont été ensuite remboursés par les banques : au total, le « sauvetage des banques » a coûté peu ou pas aux États des pays avancés, de manière directe. Ce qui a coûté aux États, c'est la baisse de recettes fiscales et l'augmentation des dépenses de protection sociale, liées à la contraction de l'activité économique (voir partie 4). Cela illustre bien le lien entre la finance et l'intérêt général, et notamment en quoi il apparaît indispensable que l'objectif des réformes entamées depuis 2008 ne soit pas seulement de garantir la résilience du secteur financier afin de rendre celui-ci capable de se redresser après une crise ou de rembourser les aides d'État temporaires. Ce qui doit être évité, c'est la formation de bulles susceptibles de générer des crises économiques lorsqu'elles éclatent, avec des conséquences non seulement pour les citoyens et les entreprises non financières qui sont touchés, mais aussi pour les États. La régulation de la finance doit se faire dans le cadre d'un pilotage global de l'économie, et pas seulement en tant que secteur individuel, car la finance a une place centrale dans toute l'activité économique¹³.

La régulation de la finance doit se faire dans le cadre d'un pilotage global de l'économie, et pas seulement en tant que secteur individuel, car la finance a une place centrale dans toute l'activité économique.

Les politiques d'« assouplissement quantitatif » des banques centrales, un soutien ponctuel devenu permanent

Après le début de la crise, il est rapidement apparu que les injections de capital des États dans les banques ne suffisaient pas à régler les problèmes de liquidité engendrés par la crise de confiance entre acteurs financiers. Les banques, craignant que les autres banques ne fassent faillite, ne se prêtent alors plus entre elles. D'abord dans l'urgence, puis de manière plus organisée, les banques centrales des États-Unis, de l'Europe et du Japon ont eu recours à une fabrication massive d'argent pour le prêter aux banques.

¹³ Plusieurs recommandations répondent à cet enjeu crucial (voir partie 6).

Or, les banques centrales avaient aussi pour objectif le maintien d'une inflation faible et stable (voir partie 1). Si elles avaient prêté directement de l'argent aux banques, cela aurait pu provoquer de l'inflation¹⁴. Elles ont donc choisi des programmes de rachat

Entre 2009 et 2016, le bilan de la Fed est passé de 2 000 à 4 500 milliards de dollars et celui de la BCE de 2 000 à 3 600 milliards de dollars.

de titres. Cela a consisté à fournir de l'argent aux banques en échange de titres que les banques avaient dans leurs bilans. Cette pratique des banques centrales s'appelle « l'assouplissement quantitatif »¹⁵. Au départ mises en place dans l'urgence pour éviter un manque d'argent sur les marchés financiers, ces

politiques ont été pérennisées, depuis 2010 aux USA et depuis 2014 en Europe et au Japon, à un rythme de rachat de plusieurs dizaines de milliards d'euros par mois. Elles ont abouti à un gonflement considérable du bilan des banques centrales : entre 2009 et 2016, celui de la Fed est passé de 2 000 à 4 500 milliards de dollars¹⁶ et celui de la BCE de 2 000 à 3 600 milliards de dollars¹⁷.

L'assouplissement quantitatif, facteur de gonflement des bulles spéculatives

Plusieurs analystes ont fait remarquer que, en rachetant les titres financiers détenus par les banques, les banques centrales en soutiennent les cours¹⁸. Depuis 2010, les marchés boursiers sont en très forte hausse pour les actions comme pour les obligations, et sont notamment soutenus par les rachats massifs des banques centrales. Par exemple, l'indicateur du niveau des cours boursiers français, le CAC 40, a augmenté de 28 %¹⁹ entre fin 1990 et fin 2016. On peut parler d'une bulle spéculative : ce ne sont pas en effet de meilleures perspectives économiques pour les entreprises qui font monter les prix, mais simplement le fait que la demande pour les actions soit soutenue par les importants volumes de rachat par les banques centrales. Sur la même période, l'inflation n'a été que de 6 %²⁰. Cela signifie que les personnes qui avaient des portefeuilles de placement boursier placés en actions sur cette période, ou suffisamment d'argent disponible pour en acquérir, ont pu s'enrichir encore davantage.

Ainsi pour Jacques de La Rosière, ancien directeur général du FMI (1978-1987) et gouverneur de la Banque de France (1987-1993) : « *La crise de 2008, avec son cortège de chômage et de récession, est une manifestation extrême de ce que peut produire un endettement excessif. Et les politiques monétaires d'« assouplissement quantitatif », mises en œuvre pour minimiser les effets de la “grande récession”, pourtant née d'un abus de l'endettement, plongent l'observateur que je suis dans un abîme d'interrogation et de doutes. L'endettement continue de s'accroître à*

¹⁴ Montée des prix, davantage d'argent étant mis en circulation à quantité de biens produits égale.

¹⁵ « *Quantitative easing* » en anglais.

Voir la vidéo « Dessine moi l'éco », février 2015, <http://dessinemoileco.com/quantitative-easing/>

Voir aussi la 3e partie de cet article : « Comment fonctionne la politique monétaire », Arnaud Parianty, *Alternatives économiques*, n°354, février 2016 <https://www.alternatives-economiques.fr/fonctionne-politique-monetaire/00008972>

¹⁶ Voir https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm

¹⁷ Voir : <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html> ; il s'agit du bilan de l'ensemble de l'eurosystème, c'est-à-dire de la BCE et des banques centrales nationales.

¹⁸ Voir l'analyse de Positive Money sur la base de l'analyse des chiffres fournis par la BCE : http://www.qe4people.eu/wealth_inequality_ecb_qe. Dans son discours de 2016 « Whose recovery ? », l'économiste en chef de la Banque d'Angleterre Andrew Haldane a déclaré « *So far at least, this has been a recovery for the too few rather than the too many, a recovery delivering a little too little rather than far too much* » (Traduction : « La reprise n'a concerné jusqu'à présent qu'une minorité plutôt que la majorité et cette reprise a été limitée »), voir <https://www.bis.org/review/r160719e.pdf>

¹⁹ http://www.boursorama.com/patrimoine/guides/bourse_chiffres.htm, passage de 3805 points au 31 décembre 1990 à 4862 points au 31 décembre 2016.

²⁰ France-Inflation.com 2018, http://france-inflation.com/calculateur_inflation.php



La réglementation post-crise.

la faveur de la création massive de liquidités à taux zéro. Les mêmes causes produisant les mêmes effets, on ne peut que craindre les prises de risque excessives et la formation de bulles d'actifs dont l'éclatement est toujours problématique. Les taux zéro offrent une possibilité de différer des réformes indispensables, mais pour combien de temps ? »²¹

3.3. LA RÉGLEMENTATION POST-CRISE N'A VISÉ QUE (PARTIELLEMENT) LA STABILITÉ FINANCIÈRE

La politique monétaire des banques centrales n'a été que l'un des aspects des actions de régulation post-crise. Les régulateurs financiers ont tenté de stabiliser le système financier, et certaines réformes ont été très utiles²² ; mais la réforme du secteur financier est restée partielle.

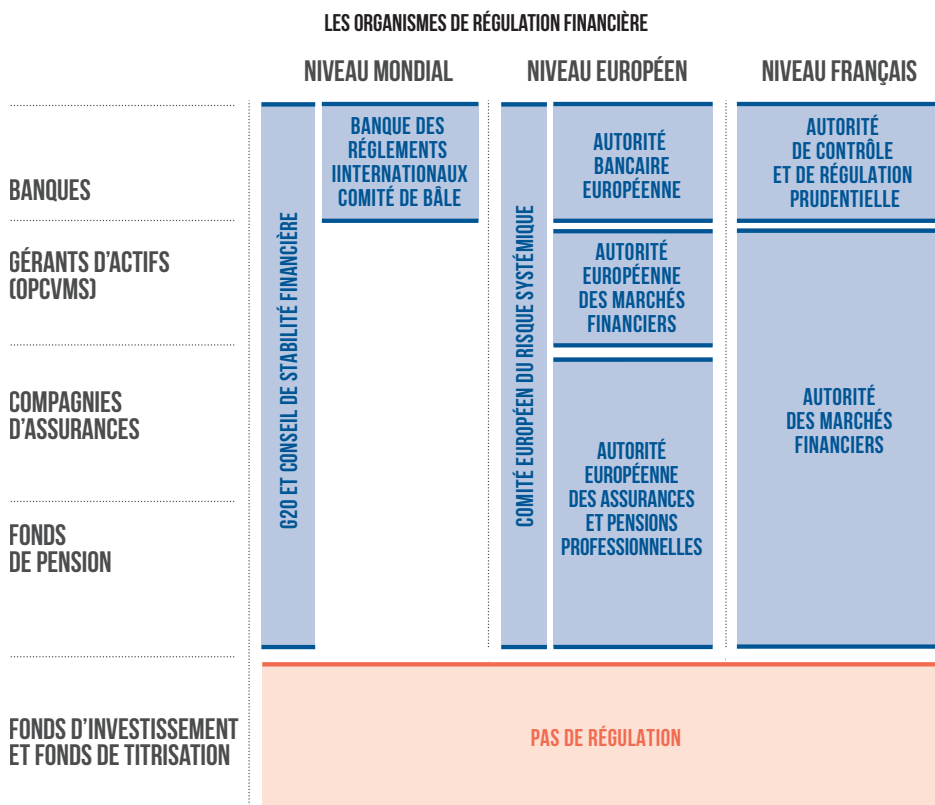
La création du Conseil de stabilité financière

Après la crise de 2008, la principale réponse réglementaire fut la création en 2009 du Conseil de stabilité financière (CSF, Financial Stability Board ou FSB). Ce conseil, qui est hébergé par le Comité de Bâle, où siègent les responsables des banques centrales de 90 pays avancés, regroupe, outre ces derniers, des organismes financiers internationaux (le FMI, l'OCDE, l'IASB qui régule les normes comptables internationales et l'IOSCO qui supervise la régulation des titres financiers, actions et obligations²³). Il a une vocation mondiale et supervise tous les marchés financiers régulés : banques, gestions collectives, compagnies d'assurances et caisses de retraite... mais pas les

²¹ Jacques de Larosière, *Cinquante ans de crises financières*, op. cit., 2016, p. 226.

²² Comme le renforcement du ratio de solvabilité bancaire, l'introduction d'un ratio de levier et l'interdiction de spéculer sur le défaut des États sans détenir de dette étatique (en termes techniques, interdiction des « CDS nus »).

²³ FMI : Fonds monétaire international, OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques, IASB : International Accounting Standards Board / Bureau international des normes comptables, IOSCO : International Organization of Securities Commissions / Organisation internationale des commissions de valeurs.



Commentaire de ce graphique : Le CSF et la Banque des règlements internationaux (BRI), et plus spécialement son Comité de Bâle, sont les deux organes mondiaux de régulation de la finance, mais une grande partie des marchés financiers reste à l'écart de toute régulation.

marchés financiers non régulés, à savoir les fonds d'investissement et de titrisation. D'autres organismes existent pour gérer la régulation de manière plus détaillée au niveau des produits financiers, tant à l'échelon européen que national.

Un ratio de solvabilité légèrement renforcé

Sous la houlette du CSF, les contraintes prudentielles sur le système bancaire ont été renforcées. Le nouveau régime prudentiel de Bâle III est progressivement mis en place à partir de 2010. Le ratio minimum de solvabilité est augmenté, mais d'environ 2 % seulement²⁴. Les très grosses banques appelées institutions financières d'importance systémique (Sifi²⁵) font l'objet d'une surveillance particulière et d'une exigence de fonds propres supplémentaires en cas de crise, appelée « coussin de capital contra cyclique »²⁶. Pour les banques de l'Union européenne, les nouvelles charges de capital ne sont pleinement obligatoires qu'à partir de 2018.

²⁴ La réglementation est complexe et prévoit des cas différents en fonction de la taille des banques.

²⁵ Les Sifi (Systemically Important Financial Institutions) sont des institutions financières dont les difficultés ou les faillites incontrôlées peuvent causer des perturbations significatives sur les systèmes financiers et les activités économiques en raison de leur taille, de leur complexité et de l'interconnexion systémique. Voir la liste des Sifi, page 49, partie 2.

²⁶ De 1 % à 2,5 % des fonds propres pondérés selon la catégorie d'établissements.

L'introduction d'un ratio de levier en Europe

Ces nouvelles normes, issues des recommandations du CSF, ont fait l'objet de la directive européenne dite CRD-IV²⁷. Elles obligent les banques à publier un nouveau ratio²⁸ : le ratio de levier (*leverage ratio*). Il s'agit du rapport des fonds propres, non pondérés des risques, sur le total du bilan. C'est une mesure très simple : ce ratio peut se lire directement dans un bilan comptable, à la différence du ratio de solvabilité de Bâle, qui, lui, nécessite des calculs complexes de crédits pondérés des risques. En un sens, le ratio de levier est plus « objectif » que le ratio de solvabilité. En effet, pour calculer ce dernier, les banques élaborent elles-mêmes leur système de calcul des risques, ce qui peut les conduire à les sous-estimer. De plus, il est difficile pour les régulateurs de superviser finement les risques pris et d'établir des comparaisons des risques pris par les différentes banques.

Les banques élaborent elles-mêmes leur système de calcul des risques, ce qui peut les conduire à les sous-estimer.

A contrario, le ratio de levier se base sur des chiffres comptables, sans affectation de coefficients de pondération en risques au volume de crédits. Les chiffres comptables sont contrôlés dans le cas des grandes banques par des commissaires aux comptes externes. Le Comité de Bâle a fixé un minimum de 3 % pour ce ratio à partir de 2018 : 3 de fonds propres minimum pour un total de bilan de 100²⁹.

L'obligation de faire transiter les produits financiers par des chambres de compensation

Parmi les directives européennes établies à la suite de la crise de 2008, la directive et le règlement relatifs aux marchés des instruments financiers (Mifid et Mifir), adoptés en avril 2014, prévoient l'obligation de faire transiter les opérations sur les produits dérivés par des chambres de compensation. Une chambre de compensation est un organisme chargé d'enregistrer les produits dérivés et de régler aux détenteurs ce qui est dû à l'échéance (ou inversement de le collecter). Ce dispositif permet d'éviter un grand nombre de transactions entre les banques, car les banques centralisent au niveau des chambres de compensation tout ce qu'elles doivent à une autre banque ou à un client et ne règlent que le net.

La limite de ce dispositif est que seuls seront concernés 40 % des produits dérivés : toutes les opérations de change vont rester en dehors de ce système, tout comme les dérivés de matières premières et les dérivés dits « de gré à gré », les plus complexes, donc potentiellement les plus dangereux. La transparence existe désormais en théorie par l'enregistrement des transactions sur des référentiels centraux. Le principal référentiel est américain (Depository Trust and Clearing Corporation). Situé à Londres, il recueille 90 % des transactions européennes. C'est un point positif, mais, malgré une mise en place en 2014, le système n'est toujours pas exploitable ; les luttes d'intérêt n'ont pu être surmontées³⁰.

Par ailleurs, le passage par des chambres de compensation pourrait renforcer l'interconnexion entre les acteurs financiers. En 2017, le CSF a étudié, pour la première fois, l'évolution du système des chambres de compensation et fait l'hypothèse

²⁷ Composée de la directive 2013/36/EU et du règlement 575/2013, transposés en France notamment dans le cadre de la loi bancaire de 2013.

²⁸ Nouveau seulement pour les banques européennes, car il était déjà obligatoire pour les banques américaines.

²⁹ Dans les recommandations de ce rapport (voir partie 6), un seuil beaucoup plus élevé est proposé : de l'ordre de 20 %, pour ce ratio, afin de mieux responsabiliser les dirigeants et actionnaires des banques face aux risques pris. Pour situer un ordre de grandeur, la moyenne des 30 institutions d'importance systémique mondiale se situe à la date de rédaction de ce rapport à 5,40 % (voir tableau p 49, partie 2).

³⁰ Voir Jean-Michel Naulot, *Éviter l'effondrement*, Seuil, p. 109.

qu'une défaillance d'un des acteurs financiers (banque, fonds) usant d'une chambre pourrait entraîner une crise systémique sur 23 des 26 chambres examinées³¹.

La nouvelle loi Dodd-Frank aux États-Unis

En 2010, les États-Unis, afin de tirer les leçons de la crise financière de 2008, adoptent la loi Dodd-Frank. Celle-ci était initialement large³² : elle prévoyait en effet, outre l'obligation pour les banques de conserver dans leurs bilans 5 % des crédits titrisés, l'instauration d'un levier d'endettement au maximum de 15 pour les établissements systémiques, ainsi que la supervision des agences de notation par la Securities and Exchange Commission, le

Si les mesures réglementaires vont dans le bon sens, elles ne vont pas assez loin et certains problèmes majeurs n'ont pu être traités.

gendarme de la Bourse aux États-Unis. Après concertation avec un secteur financier américain qui a âprement contesté le projet, le texte de loi a été rediscuté et complexifié pour atteindre près de 850 pages³³. En 2016, le quart des quatre cents dispositions du texte n'était pas encore applicable... Et Donald Trump,

élu à la fin de cette même année, a amorcé l'abrogation de nombreuses dispositions de la loi pour les remplacer par une législation très favorable au secteur financier³⁴.

Si ces mesures réglementaires, comme la loi Dodd-Frank ou les directives européennes, vont dans le bon sens, à savoir celui d'une stabilisation du système financier, elles ne vont pas assez loin et certains problèmes majeurs n'ont pu être traités :

- ▶ *des banques toujours trop grosses pour faire faillite, donc une menace permanente sur le budget des États ;*
- ▶ *toujours trop de recours au financement par le marché (obligations) par opposition au crédit bancaire : du coup, un manque de banques petites et moyennes, les mieux à même de faire face aux besoins de l'économie et des sociétés ;*
- ▶ *une séparation des activités bancaires non réalisée ;*
- ▶ *des activités spéculatives toujours trop attractives ;*
- ▶ *un secteur bancaire parallèle très important, opaque et non régulé, où se logent une grande partie de ces activités spéculatives.*

3.4 DES MESURES MONÉTAIRES ET RÉGLEMENTAIRES QUI NE REMETTENT PAS EN QUESTION LES LIENS ENTRE FINANCE ET ÉCONOMIE

L'« assouplissement quantitatif » n'a pas permis de relancer l'économie non financière

La politique d'assouplissement quantitatif des banques centrales a permis de maintenir le fonctionnement du système financier, et la crise aurait été sans doute beaucoup plus grave encore sans elle. Mais même certains dirigeants de la BCE émettent des doutes sur

31 Voir « Analysis of Central Clearing Interdependencies », BRI, CSF, OICV, juillet 2017, <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050717-2.pdf> ; et Bruno Biais, « La compensation centralisée crée-t-elle plus de risques qu'elle n'en assure ? », *Revue Banque*, n° 781, février 2015, <http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/compensation-centralisee-cree-t-elle-plus-risques>

32 Voir « Dodd-Frank Wall Street reform and consumer protection act », Public Law 111-203, juillet 2010, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf> ; et « La réforme de Wall Street vue par la société civile : leçons et perspectives », Center of Concern et le CCFD-Terre Solidaire, 2011, <http://ccfd-terresolidaire.org/IMG/pdf/ccfd-dod-frank-int-fr.pdf>

33 Allonger et complexifier des réglementations est une des techniques de *lobbying* pour les rendre ensuite inapplicables et... dénoncer leur complexité (voir plus loin).

34 Voir par exemple Isabelle Chaperon, Éric Albert et Stéphane Lauer, « Dix ans après la crise financière, la finance mondiale renoue avec les excès », *Le Monde*, 8 juillet 2017, http://abonnes.lemonde.fr/economie/article/2017/07/08/les-germes-de-la-prochaine-crise_5157671_3234.html?xtmc=trump_dodd_frank&xtcr=3. Voir aussi « Sous Trump, l'allègement de la réglementation bancaire est en marche », AFP, 2017, http://www.lepoint.fr/economie/sous-trump-l-allegement-de-la-reglementation-bancaire-est-en-marche-16-11-2017-2172767_28.php

l'efficacité de cette stratégie en faveur de l'économie³⁵. Elles n'ont pas permis d'amorcer une relance de l'investissement et donc d'envisager une baisse du chômage. En effet, seuls les titres financiers déjà existants peuvent être rachetés par les banques centrales dans le cadre de cette politique, qui ne permet donc pas de financer des investissements nouveaux. Les investissements dans la transition énergétique, par exemple, ne peuvent être financés par ce programme ; de plus, les banques ne les financent que très peu, les jugeant trop peu rentables et trop risqués (à quelques exceptions près, et en l'absence de politiques climatiques ambitieuses qui permettraient de les rendre plus rentables)³⁶. Enfin, ce programme ne peut financer les déficits des États : ceux-ci doivent d'abord emprunter sur les marchés financiers et, une fois seulement qu'ils l'ont fait, les obligations émises sont éligibles au rachat par les banques centrales.

***Ne faire que stabiliser le secteur financier n'est pas suffisant :
il faut aussi et surtout réorienter le crédit vers l'économie non financière***

Même si les mesures réglementaires prises depuis 2008 (paragraphe 3.3) étaient appliquées sans délai, avec un périmètre élargi et avec un niveau de contrainte plus important concernant le ratio de levier, elles ne suffiraient pas à réorienter le secteur bancaire et financier au service de l'intérêt général. Tant en Europe qu'aux États-Unis, les mesures prises après la crise ont eu pour objectif de stabiliser le système financier *lui-même*, de le protéger contre les conséquences éventuelles d'une nouvelle crise. Or ce n'est peut-être pas là un objectif suffisant du point de vue de l'intérêt général. En effet, la crise de 2007-2008 a principalement touché l'activité économique et la demande dans l'économie non financière. Ce n'est pas seulement la question des banques qu'il faut aborder, mais aussi celle du crédit, de sa restriction et de son orientation. Car, même si les grandes banques ne faisaient plus jamais faillite, même si elles n'avaient plus jamais besoin d'être renflouées avec de l'argent public, leur fonctionnement peut être nuisible à l'ensemble de l'économie si elles créent trop de dette, et si cette dette alimente des bulles spéculatives et inégalitaires plutôt qu'un développement économique harmonieux pour les sociétés. Ce qui doit être évité, c'est que le fonctionnement du secteur financier ne déstabilise l'économie, en particulier à l'occasion des crises financières, mais pas uniquement : en créant également des bulles, par exemple immobilières, qui entraînent des tensions économiques bien avant que la bulle n'éclate.

Les réformes entreprises n'ont pas non plus modifié la propension du secteur financier à privilégier la recherche de profits très élevés à (très) court terme. Comme ces réformes n'ont pas permis de rendre les activités de marché moins attractives, les rendements des investissements dans l'économie non financière et dans les enjeux des sociétés ne seront jamais aussi élevés que ceux offerts par les produits spéculatifs comme les dérivés toujours en circulation, malgré les dégâts qu'ils ont pu provoquer lors de la crise de 2008.

Le renforcement des exigences de fonds propres (Bâle III) a suscité de nombreux débats sur la réorientation du crédit bancaire vers l'économie non financière. Les grandes banques indiquent souvent que les exigences de fonds propres fixés par

35 « *The transmission of unconventional instruments to financial conditions, and, further down the road, to economic activity and price developments, is surrounded by a high degree of uncertainty* ». (traduction : « *La diffusion des instruments non conventionnels aux conditions financières et, ensuite, à l'activité économique et à la formation des prix, est entourée d'un haut degré d'incertitude* »), discours de Peter Praet, membre du conseil des gouverneurs de la BCE lors de la XIX^e Conférence de la BCE et des observateurs (ECB and Its Watchers XIX Conference), Frankfurt, 14 mars 2018, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180314_2.en.html

36 Voir par exemple Alain Grandjean, « Quelles évolutions réglementaires pour réussir le financement de la transition énergétique », *Revue Banque & Stratégie*, n° 362, octobre 2017, <http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/quelles-evolutions-reglementaires-pour-reussir-fin>

les ratios de Bâle III sont trop élevées et que cela les empêche donc de financer les investissements de long terme ou les PME en création ou en difficulté³⁷. Elles privilégient plutôt les activités de *trading* et les placements « sûrs », comme les obligations étatiques ou les prêts aux très grandes entreprises. Or, comme l'analyse Laurence Scialom³⁸ en se basant sur des études de la BRI³⁹, c'est au sein des banques les mieux dotées de fonds propres et le plus souvent de petite taille que l'on observe la croissance la plus forte de crédits alloués aux PME.

Le chef économiste de la BRI mentionnait en 2016 qu'« *un établissement bien capitalisé aura plus de facilités à emprunter* » et que « *plus une banque a des capitaux plus elle a de fonds à prêter, et dans de bien meilleures conditions qu'une banque faiblement capitalisée. Ainsi, ajoutait-il, si l'objectif de la politique monétaire est de débloquer les prêts bancaires à l'économie réelle, s'assurer que les banques ont assez de capital est vital* ». ⁴⁰

Enfin, les réformes bancaires impulsées par le CSF et le Comité de Bâle se sont basées sur le fonctionnement et les pratiques des grandes banques systémiques, ce qui induit une certaine inadaptation des exigences réglementaires pour les banques moyennes et petites mais aussi pour les acteurs financiers basés sur des modèles coopératifs et éthiques⁴¹.

3.5 L'APPLICATION DES RÉGLEMENTATIONS EST AFFAIBLIE PAR LE MANQUE DE MOYENS DES SUPERVISEURS ET LEUR PROXIMITÉ AVEC LES ACTEURS DU SYSTÈME QU'ILS SUPERVISENT

Comment explique-t-on que les réglementations en soient restées à une approche qui paraît trop restrictive de la réglementation financière et qui, finalement, manque son objet ? Plusieurs hypothèses peuvent être faites. A déjà été évoquée en première partie la dominance d'une théorie économique et d'une idéologie libérale, qui font tenir pour acquis que la finance livrée à elle-même obtient les meilleurs résultats possibles pour l'intérêt général⁴² – contre toute évidence depuis la crise de 2008. D'autres explications peuvent être avancées : notamment, le manque de moyens humains et de marge de manœuvre des superviseurs, ou encore leur grande proximité avec l'univers qu'ils régulent.

Les régulateurs ont peu de moyens humains, face à des groupes bancaires et financiers de taille gigantesque

En France, la supervision financière est répartie entre deux autorités administratives – l'Autorité des marchés financiers (AMF) et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) – et le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF), placé directement sous l'autorité du ministre de l'Économie et des Finances et chargé de veiller à la stabilité du système financier. L'AMF emploie quatre cent soixante-dix collaborateurs pour

³⁷ Voir par exemple « Les accords de Bâle et leurs conséquences sur l'économie », Memo de la Fédération bancaire française, juin 2017, www.fbf.fr/fr/files/ANABHE/Memo-04-Bale-avril2018.pdf

³⁸ « Monsieur Macron, résistez au mantra des banques sur la réglementation », *Banque & Assurance*, 10 mars 2017, <http://communautates.ages.fr/status/12577>

³⁹ Voir notamment Hyun Song Shin, « Bank capital and monetary policy transmission », 7 avril 2016, <http://www.bis.org/speeches/sp160407.pdf>; et Leonardo Gambacorta et Hyun Song Shin, « Why bank capital matters for monetary policy », *BIS Working Papers* 558, avril 2016, <http://www.bis.org/publ/work558.pdf>

⁴⁰ Hyun Song Shin (conseiller économique et chef de la recherche de la BRI), « Bank capital and monetary policy transmission », discours prononcé à la XVIII^e Conférence des spécialistes de la BCE (ECB Watchers), Francfort, avril 2016, <https://www.bis.org/speeches/sp160407.pdf>

⁴¹ Voir Sabine Lautenschlager (membre du conseil exécutif de la BCE), « Walled off ? Banking regulation after the crisis », discours prononcé à l'Institute of International and European Affairs, mars 2017, qui indique la prise en compte d'une éventuelle proportionnalité dans la charge de reporting réglementaire pour les banques de petite taille, https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2017/html/se170313_en.html

⁴² Cette « certitude » est basée sur les théories de la rationalité des acteurs et de l'efficacité des marchés (voir partie 1.2), et Adair Turner, *Reprendre le contrôle de la dette*, op.cit., p. 72 et suivantes.

veiller à la protection de l'épargne investie en produits financiers, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés, tout en apportant son concours à la régulation de ces marchés aux échelons européen et international. Seul le HCSF, qui se réunit trois à quatre fois par an, peut intervenir directement pour corriger, sinon stopper, des processus spéculatifs en cours. Les moyens d'une action effective apparaissent donc très limités⁴³.

Les superviseurs dépendent trop souvent de l'information fournie par les supervisés et n'ont souvent pas les moyens humains de les vérifier

De plus, il n'y a pas d'automaticité de transmission des données des banques et organismes financiers au superviseur. Le superviseur doit demander aux banques qu'il supervise de lui fournir ces données, ce qui ralentit et fragilise le processus de supervision. Ainsi les superviseurs dépendent trop souvent de l'information fournie par les supervisés et n'ont souvent pas les moyens humains de les vérifier⁴⁴.

Une grande proximité entre superviseurs et supervisés

La finance, comme de nombreux autres secteurs économiques, a vu se développer les phénomènes dits de « pantouflage » et de « portes-tournantes », favorisant la « capture »⁴⁵ que peuvent subir les organes de supervision de la part des acteurs qu'ils se doivent d'encadrer. Ainsi Terra Nova analyse divers phénomènes qui augmentent les « hypothèses de conflit d'intérêts »⁴⁶ dont la « multipositionnalité des acteurs »⁴⁷ ou développement des interconnexions, notamment entre secteur privé et secteur public dans le cas dit des « revolving doors »⁴⁸ – qui touche entre autres le secteur de la finance –, ainsi que le partage de cadres cognitifs entre régulateurs et régulés, la sollicitation d'expertises de plus en plus pointues et la mobilité professionnelle plus importante, par exemple⁴⁹.

Étant donné leur objet, les comités de direction de l'ACPR, de l'AMF et du HCSF français sont constitués très majoritairement de personnes issues du milieu financier. Or la proximité intellectuelle, la formation ou encore l'expérience professionnelle de ces acteurs peut interroger sur le prisme de lecture pris quand il s'agit de réguler ; en l'absence de représentants politiques et citoyens (comme les organisations de défense des consommateurs, par exemple), comment garantir que le lien soit fait avec l'économie au sens plus large et l'intérêt général et que ne soient pas uniquement considérées comme priorités la stabilité et la prospérité internes du secteur financier ? L'argument de la compétence en matière financière qui serait indispensable pour occuper un poste au sein d'un collège de direction d'un superviseur peut se justifier au niveau de fonctions de conseil ou d'implantation, mais cela n'est donc pas sans poser un certain nombre de questions dans le cas de prises de décision et/ou d'arbitrage.

43 Voir Jean-Michel Naulot (ex-membre du Collège de l'AMF), dans « Une crise en quête de fin. Quand l'Histoire bégaie », *op. cit.*, p. 241.

44 Voir « Une crise en quête de fin. Quand l'Histoire bégaie », *op. cit.*, et notamment les déclarations de Gérard Rameix, alors président de de l'AMF (pp. 163-164).

45 Voir notamment Joël Moret-Bailly, Hélène Ruiz Fabri, Laurence Scialom, « Les conflits d'intérêts, nouvelle frontière de la démocratie », Terra Nova, février 2017 (pp. 14-16), <http://tnova.fr/rapports/les-conflits-d-interets-nouvelle-frontiere-de-la-democratie>

46 *Ibid.*

47 *Ibid.*, p. 14

48 *Ibid.*, p. 15.

49 *Ibid.* Le rapport mentionne par exemple « l'embauche en septembre 2014 par le London Stock Exchange en tant que directrice non exécutive de l'ancienne eurodéputée Sharon Bowles, qui présidait jusqu'en mai de la même année la commission parlementaire des affaires économiques et financières [et qui avait eu de] nombreux rendez-vous avec des représentants du London Stock Exchange au cours de son mandat d'eurodéputée » et « le cas de Benoit de La Chapelle Bizot, actuel directeur général délégué de la Fédération bancaire française » qui après avoir débuté sa carrière à la « Commission bancaire puis [à la] Direction générale du Trésor toujours sur des questions bancaires » a été à partir de 2010 « ministre-conseiller pour les affaires financières et monétaires de la Représentation permanente de la France auprès de l'Union européenne et, à ce titre, a représenté la France sur des dossiers de réglementation financière et bancaire », (p. 16, note de bas de page 16).



Des supervisés superviseurs.

La proximité entre superviseurs et supervisés se traduit également dans la façon dont les organes de supervision élaborent leurs orientations. L'organisation bruxelloise CEO (Corporate Europe Observatory) a étudié en 2014 « la puissance de feu »⁵⁰ de l'industrie financière et montré que celle-ci consacre des moyens financiers et humains considérables pour influencer les réglementations en discussion. Ses effectifs sont au moins trente fois plus élevés que ceux des organisations syndicales et de société civile impliquées sur ces sujets. C'est également par leur présence massive dans les comités consultatifs des instances de supervision que les représentants du secteur financier peuvent faire valoir leurs intérêts. Le CEO relève plus récemment qu'ils sont majoritaires au sein de 22 comités mis en place par la BCE, en occupant 508 des 517 places⁵¹.

Des politiques et des pays tiers absents des organes de supervision

La redevabilité des superviseurs vis-à-vis des citoyens est enfin très limitée, notamment du fait de la volonté politique de rendre les organes de supervision indépendants des représentants politiques. Les parlementaires nationaux ou européens n'ont qu'un accès limité aux responsables des instances et ne peuvent que faiblement contrôler ou orienter leurs actions.

De plus, seuls les pays avancés, disposant d'une place financière importante, prennent part aux décisions majeures de ces instances. Les pays tiers, et notamment les pays en développement, ne peuvent faire valoir leurs préoccupations et leurs attentes en matière d'encadrement de la finance. Ils sont pourtant impactés fortement par la dérégulation financière : volatilité des prix des matières premières agricoles, financement public sur les marchés financiers, attaques spéculatives sur leurs devises, etc. (voir partie 5).

⁵⁰ « The fire power of the financial lobby. A survey of the size of the financial lobby at the EU level », Corporate Europe Observatory, ÖGB Euro-pabüro et AK EUROPA, avril 2014, https://corporateeurope.org/sites/default/files/attachments/financial_lobby_report.pdf

⁵¹ « Open door for forces of finance at the ECB », Corporate Europe Observatory, octobre 2017, pp. 3-4, https://corporateeurope.org/sites/default/files/attachments/open_door_for_forces_of_finance_report.pdf

3

SYNTHÈSE

La crise financière de 2008 est due à des éléments non régulés du système financier actuel : l'éclatement d'une bulle immobilière, démultiplié par la titrisation, à travers des frontières qui n'existent plus pour les mouvements de capitaux. L'impact de la crise a été considérable sur le plan économique et social et, dix ans après celle-ci, l'économie n'a pas retrouvé sa vigueur antérieure. La politique d'assouplissement quantitatif n'a pas permis de relancer l'économie, et, bien qu'elle ait utilement préservé le fonctionnement du système bancaire, elle a contribué à maintenir des bulles inégalitaires sur les marchés financiers. La réglementation post-crise a été trop limitée, mais surtout elle n'a porté que sur le secteur financier lui-même, et non sur ses liens avec l'économie. Du fait d'une forte influence du secteur financier, les responsables politiques et les superviseurs financiers ne parviennent pas à mettre en place des réformes ambitieuses.

La crise de 2008 a ralenti l'activité économique et augmenté la pauvreté dans les pays avancés. Mais, même avant la crise, la financiarisation de l'économie avait des conséquences nuisibles dans les pays développés. Il est important d'en faire précisément le diagnostic, de manière à pouvoir proposer des réformes capables de remettre la finance au service de l'intérêt général.

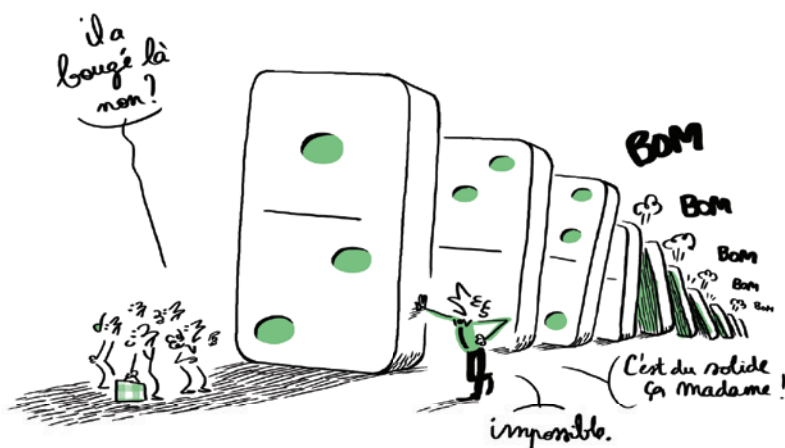
4

EXCÈS DE FINANCIARISATION ET CREUSEMENT DES INÉGALITÉS DANS LES PAYS AVANCÉS

Au-delà des impacts d'une crise de la finance comme celle de 2008 sur les économies et les populations, la financiarisation à l'œuvre depuis les années 1970 affecte structurellement nos sociétés, en aggravant les inégalités. Cela est également exacerbé par le rôle du crédit croissant à l'immobilier et a pour impact de freiner l'économie non financière. Par ailleurs, la plupart des pays avancés ont vu leurs dettes publiques augmenter à la suite de la crise et ont mis en place des politiques d'austérité qui ne permettent pas aux économies ni aux sociétés de se relever. Enfin, la taille trop importante des banques constitue toujours un risque fort pour les contribuables. Tous ces éléments démontrent ainsi les impacts pluriels que peut avoir un excès de financiarisation sur l'augmentation de la pauvreté et l'exacerbation des inégalités.

4.1. LA CRISE DE 2008 : IMPACT DES CRISES FINANCIÈRES SUR LES SOCIÉTÉS

La crise de 2008 offre malheureusement un exemple flagrant de l'impact des crises financières sur les économies et les sociétés, exemple qu'il est intéressant d'analyser pour mettre en lumière les liens entre financiarisation, pauvreté et inégalités. Cette crise a en effet provoqué une chute considérable de la production dans les économies avancées, comprise entre 10 et 15 % selon les pays, entre 2008 et 2010¹. Cette chute est d'abord provoquée par le brusque ralentissement du crédit. Les banques freinent en effet considérablement l'octroi de nouveaux crédits. Ce n'est pas parce que les entreprises vont mal, mais parce que le marché de la titrisation s'est arrêté de fonctionner². Or le modèle de fonctionnement des banques s'est orienté vers la fabrication de crédits qui sont ensuite titrisés (voir partie 2). De plus, les banques sont en sérieuse difficulté sur cette période, plusieurs grandes banques ont été secourues en urgence par leur État.



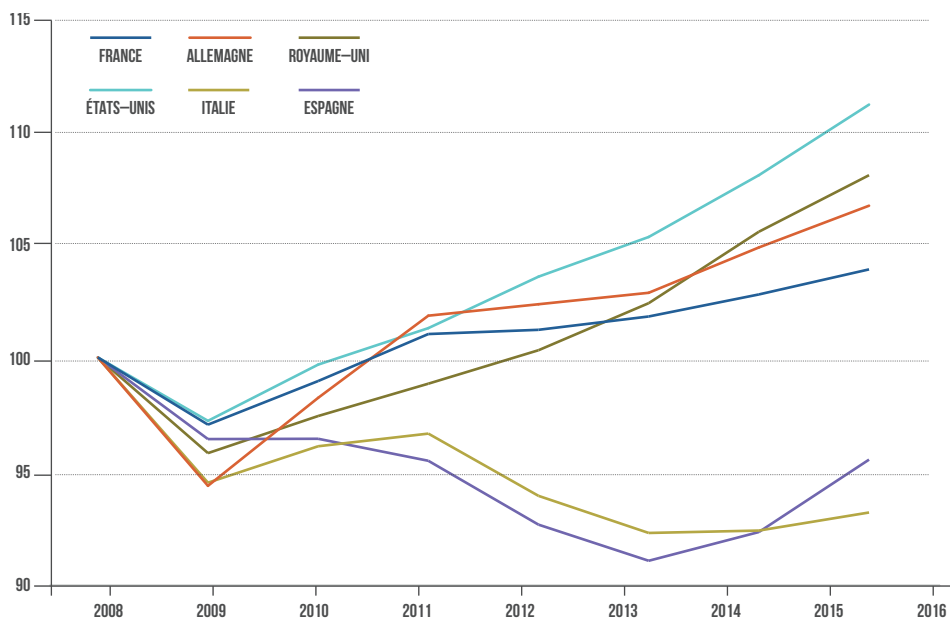
La contagion gagne le reste du monde.

Le ralentissement du crédit va causer la faillite de beaucoup d'entreprises qui sont à court d'argent frais, et notamment celles dont les opérations reposaient sur un crédit bancaire qui devient soudainement indisponible. Les faillites de sous-traitants cassent les chaînes de production. Par ailleurs, la chute des marchés financiers entraîne une baisse des cours et des actions et des pertes considérables pour les investisseurs : en conséquence, l'investissement ralentit fortement, y compris dans les grandes entreprises. La réaction d'un grand nombre de celles-ci est de mettre en place des programmes d'économies pour essayer de dégager des ressources financières à partir de leurs propres opérations. Ces programmes de gestion en « flux tendus » prévoient notamment de réduire le nombre de fournisseurs et les volumes de commande afin

¹ Adair Turner, *Reprendre le contrôle de la dette*, op. cit., p. 57

² Cela empêche les banques de sortir de leurs bilans les crédits pour pouvoir minimiser leurs engagements face à leurs fonds propres et donc de délivrer de nouveaux crédits. Voir Paul Mizen, « The Credit Crunch of 2007-2008 : A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, septembre-octobre 2008, <https://doi.org/10.20955/r.90.531-568>

ÉVOLUTION DU PIB DE QUELQUES PAYS AVANCÉS, DE 2007 À 2015 (BASE 100 : 2007)



Sources : OCDE, http://stats.oecd.org/index.aspx?DatasetCode=SNA_TABLE1

Commentaire de ce graphique : La crise financière de 2008 a fait chuter la production économique. Le niveau de 2008 sera rattrapé dès 2011 par l'Allemagne, les USA et la France, en 2013 seulement par le Royaume-Uni, et ne l'est pas encore par l'Italie et l'Espagne.

d'avoir moins de stock à financer, ainsi que des réductions d'effectifs. Dans la zone euro, le chômage passe de 7,2 % en mars 2008 à 9,5 % en mai 2009³. En France, il est passé de 7,6 % au début de 2008 à 10,2 % en novembre 2009⁴.

Ainsi la crise a interrompu une dynamique de croissance dans les pays avancés. Il ne faut pas comparer le niveau d'activité économique seulement avec celui de 2008, mais également avec celui qui aurait été atteint si la crise n'avait pas eu lieu. C'est ainsi qu'Adair Turner estime que le niveau de production dans les pays avancés est aujourd'hui 10 % à 15 % plus bas que s'il n'y avait pas eu de crise financière en 2008⁵.

La crise a eu un impact majeur sur l'augmentation de la pauvreté en France et dans les pays avancés

La crise de 2008 a eu un impact majeur sur l'augmentation de la pauvreté dans les pays avancés. Une étude de l'OCDE⁶ analysant les effets de la crise économique sur la pauvreté et les inégalités montre que le niveau des inégalités a augmenté de 1,4 % dans 17 pays de l'OCDE entre 2007 et 2010, soit plus fortement que sur l'ensemble des douze années précédentes.

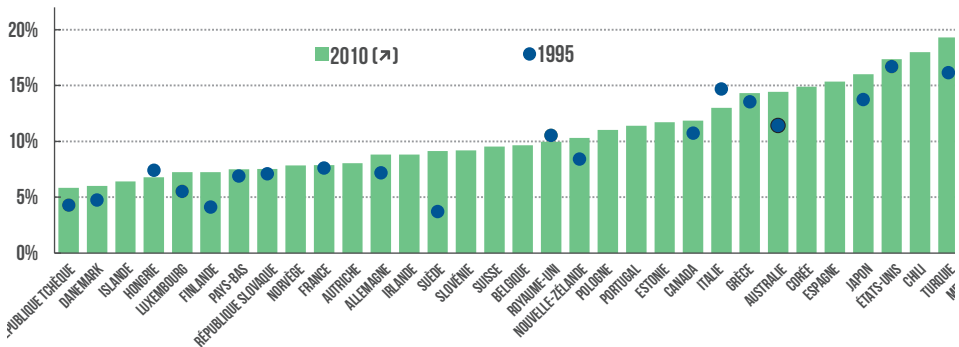
³ Voir « Impact of the economic crisis on unemployment », Eurostat Statistics Explained, 2009, http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Archive:Impact_of_the_economic_crisis_on_unemployment

⁴ « D'une crise à l'autre. Des subprimes à la crise mondiale », Les politiques économiques à l'épreuve de la crise, *Cahiers français*, n° 359, novembre-décembre 2010, http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/libris/3303330403594/3303330403594_EX.pdf

⁵ Adair Turner, *Reprendre le contrôle de la dette*, op.cit., p. 33.

⁶ « Crisis squeezes income and puts pressure on inequality and poverty », results from the OECD Income Distribution Database, mai 2013, <http://www.oecd.org/els/soc/OECD2013-Inequality-and-Poverty-8p.pdf>

LA PAUVRETÉ RELATIVE A AUGMENTÉ DANS LA PLUPART DES PAYS DE L'OCDE ENTRE 1995 ET 2010



Source : OCDE « La crise amoindrit les revenus et retentit sur les inégalités et la pauvreté », Résultats issus de la base de données de l'OCDE sur la distribution des revenus (mai 2013), p. 5, <http://www.oecd.org/fr/els/soc/OCDE2013-La-crise-amoin-drit-les-revenus-8p.pdf>

Commentaire de ce graphique : Fin 2010, la pauvreté relative (à moins de 50 % du revenu médian) affecte 11 % en moyenne de la population des pays avancés (définis comme l'OCDE à 20), soit 148 millions de personnes. À quelques exceptions près, ce taux a fortement augmenté depuis 1995.

Aux États-Unis, l'augmentation de la pauvreté liée à la crise a été très rapide : de 2009 à 2010, le nombre d'Américains pauvres a augmenté de 4 millions de personnes⁷, pour atteindre 44 millions d'individus, soit un Américain sur sept.

En France, selon l'Observatoire des inégalités, le nombre de pauvres a augmenté entre 2005 et 2015 de près d'un million de personnes⁸. Avec la crise, le taux de pauvreté à 60 %⁹ est passé de 13,2 % de la population en 2008 à 14,2 % en 2012.

Le nombre d'allocataires du RSA socle (535 euros par mois pour une personne seule) s'est accru de près de 50 %, soit plus de 500 000 personnes supplémentaires entre 2008 et 2015¹⁰ alors qu'il avait augmenté de moins de 8 % sur les dix années précédentes¹¹. Le nombre d'allocataires des minima sociaux (RSA, personnes âgées, chômeurs en fin de droits) a quant à lui connu une hausse de 24 % de 2000 à 2015 et concerne aujourd'hui 4,1 millions de personnes. Cette forte augmentation est notamment due à l'effet de la crise sur les fins de parcours professionnels (chômage, interruptions d'activité) qui affecte le niveau des pensions. Ainsi, les dépenses sociales de l'État se sont alourdies pour faire face aux nouveaux besoins d'indemnisation. En France, le coût des prestations sociales a augmenté de 36 milliards d'euros en 2009 par rapport à 2008¹².

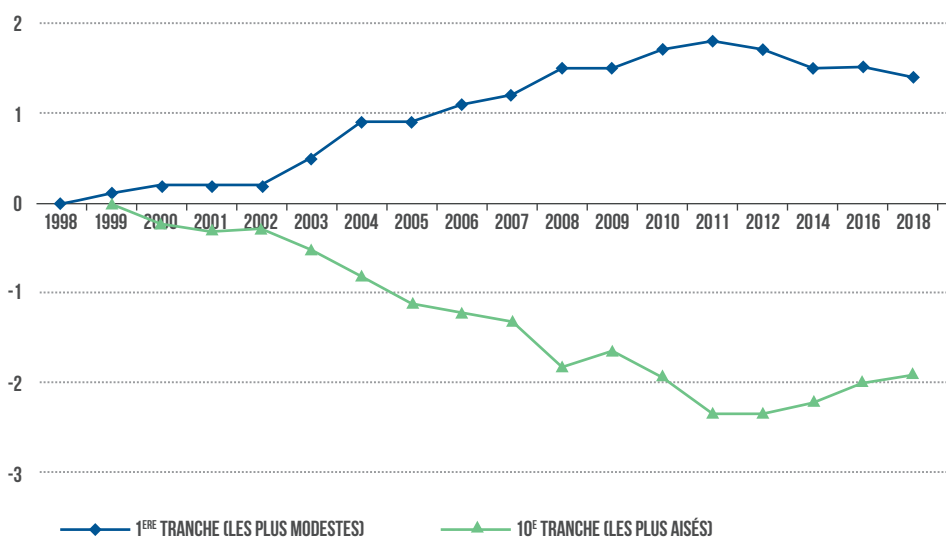
Le rapport 2017 du Secours Catholique – Caritas France¹³ sur l'état de la pauvreté en France met en avant plusieurs phénomènes d'aggravation de la pauvreté dans

7 Erik Eckholm, « Recession Raises Poverty Rate to a 15-Year High », *The New York Times*, 16 septembre 2010, http://www.nytimes.com/2010/09/17/us/17poverty.html?pagewanted=all&_r=0
 8 « L'État de la pauvreté en France », *Notes de l'Observatoire*, n° 4, novembre 2017, Observatoire des inégalités, https://www.inegalites.fr/IMG/pdf/notes_de_l_observatoire_-_etat_de_la_pauvrete_en_france.pdf
 9 Calculé en fonction du seuil de 60 % : on est pauvre quand on a des revenus plus faibles qu'un certain pourcentage (60 %) du seuil qui sépare la population en deux, appelé le revenu médian, seuil utilisé au niveau européen par l'organisme Eurostat.
 10 Sachant que le taux de non-recours reste important, 36 % des personnes éligibles au RSA socle ne le demandant pas. Voir Gisèle Biémouret et Jean-Louis Costes, « Evaluation du non-recours aux minima sociaux et aux soins des personnes en situation de précarité sociale », annexe 2 du « Rapport d'information sur l'évaluation des politiques publiques en faveur de l'accès aux droits sociaux », Assemblée nationale, octobre 2016, <http://www.assemblee-nationale.fr/14/pdf/rap-info/i4158.pdf>
 11 Voir ce tableau récapitulatif édité par l'Insee : <https://www.insee.fr/fr/statistiques/fichier/2407796/reve-protect-mi-rsa-famille.xls>
 12 Données, France inflation.com, http://france-inflation.com/dette_publique_france_1950.php
 13 « État de la pauvreté en France, Préjugés et cohésion sociale », Secours Catholique-Caritas France, *Rapport statistique 2017*, https://www.secours-catholique.org/sites/scinternet/files/publications/rs17_0.pdf

les années qui ont suivi la crise : par exemple, l'indice de fragilité¹⁴ des familles avec enfants est passé de 1,39 en 2010 à 1,48 en 2016. De plus en plus de ménages rencontrés par le Secours Catholique – Caritas France ont dû faire face à des problèmes d'impayés. La part des ménages rencontrés qui disposent de ressources et font face à des impayés est passée de 65,3 % en 2010 à 67,3 % en 2013 (les impayés les plus fréquents étant le loyer et les dépenses d'énergie).

Enfin, le coût de la vie s'est alourdi pour les plus pauvres qui, par rapport aux dépenses dont ils s'acquittent, subissent une inflation supérieure à celle vécue par l'ensemble de la population. Au contraire, les plus aisés subissent une inflation moindre que l'ensemble de la population. L'écart entre ces deux tendances divergentes n'a cessé de croître depuis la fin des années 1990 et s'est accentué au moment de la crise de 2008 (voir graphique ci-dessous).

ÉCART ENTRE L'AUGMENTATION DES PRIX POUR LES MÉNAGES LES PLUS MODESTES ET LES PLUS AISÉS PAR RAPPORT À L'AUGMENTATION DES PRIX POUR L'ENSEMBLE DE LA POPULATION FRANÇAISE



Source : Insee, indice des prix 1998-2015 selon le niveau de vie des ménages repris dans le rapport du Secours Catholique – Caritas France sur l'état de la pauvreté en France, *op. cit.*

Commentaire de ce graphique : Les plus pauvres subissent une inflation plus forte que l'ensemble de la population alors que les plus riches subissent une inflation plus faible.

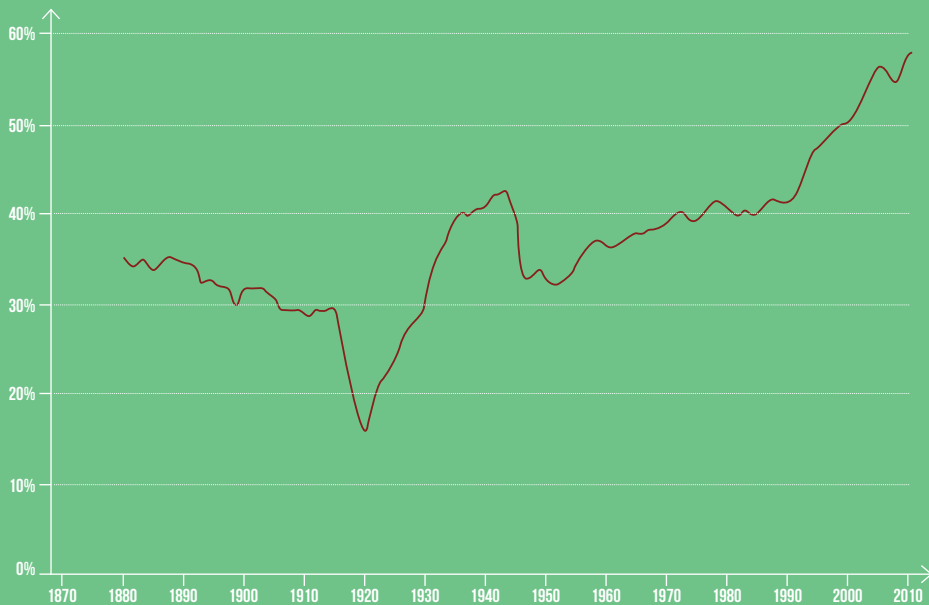
¹⁴ Rapport entre la proportion d'une catégorie de personnes observée au Secours Catholique et la proportion de la même catégorie observée dans la population française totale. Lorsque cet indice est supérieur à 1, cela signifie donc que cette catégorie de personnes est surreprésentée parmi les personnes rencontrées par l'association. Ces personnes ont donc tendance à être plus vulnérables à la précarité et à l'extrême pauvreté.

Hypertrophie du crédit immobilier et inégalités

Dans les pays avancés, le crédit a été dérégulé dans les années 1970-1980 (voir partie 2). Libres de choisir quel type et quelle quantité de crédit elles faisaient, les banques ont, dans la majorité des pays avancés, alloué l'essentiel du crédit au secteur immobilier. Ainsi seulement 40 % des crédits bancaires financent d'autres secteurs économiques, comme le développement du commerce ou des entreprises non immobilières. De plus, l'essentiel du crédit immobilier finance des biens déjà existants, ce qui implique une montée des prix¹. Des études ont montré que les conditions de crédit pourraient expliquer 45 % de la hausse des prix de l'immobilier aux États-Unis entre 2000 et 2005² et 50 à 60 % en France³.

La montée des prix de l'immobilier n'est par ailleurs pas uniforme dans les pays avancés. Elle se concentre sur les biens les plus demandés : généralement les grandes villes et leurs périphéries.

ÉVOLUTION DE LA PART DU CRÉDIT IMMOBILIER PAR RAPPORT AU TOTAL DU CRÉDIT ACCORDÉ PAR LES BANQUES DANS 17 PAYS AVANCÉS (1880-2010)



Source : Graphique extrait de Jorda, Schularick et Taylor, « The Great Mortgaging », op. cit.

Commentaire de ce graphique : La part du crédit immobilier dans le total du crédit accordé par les banques de 17 pays avancés a crû de manière continue, pour atteindre aujourd'hui presque 60 % du total du crédit alloué.

Le prix du foncier étant lui aussi globalement dérégulé, il n'y a, qui plus est, pas de limite à la montée des prix⁴. Or la montée des prix de l'immobilier « bien situé », et avec elle celle des loyers, a des conséquences majeures sur le plan social. Elle accentue en effet les inégalités⁵. En France, par exemple, les dépenses de logement pèsent 18 % du revenu des ménages au niveau global, mais elles s'élevèrent à 31 % des revenus pour le quart le plus pauvre de la population, et

1 Voir Adair Turner, *Reprendre le contrôle de la dette*, op.cit., p.p. 106-107.

2 Edward L. Glaeser L., Joshua D. Gottlieb et Joseph Gyourko, « Can Cheap Credit Explain the Housing Boom? », *NBER Working Papers*, n°16230, National Bureau of Economic Research, Inc., 2010, <http://www.nber.org/papers/w16230.pdf>

3 Voir « L'évolution des prix du logement en France sur 25 ans », note d'analyse 221, Centre d'analyse stratégique, avril 2011, p. 8, <http://archives.strategie.gouv.fr/cas/content/note-4%e2%80%99analyse-221-1%e2%80%99evolution-des-prix-du-logement-en-france-sur-25-ans.html>

4 Par exemple, la valeur de l'ensemble du parc immobilier du quartier de Chiyoda dans le centre-ville de Tokyo était supérieure à la valeur foncière totale de tout le Canada à la fin des années 1990. Richard Werner, « Princes of the Yen : Japan's Central Bankers and the Transformation of the Economy », East Gate Books, 2003, repris par Adair Turner, *Reprendre le contrôle de la dette*, op.cit., p.118.

5 Données « Rapport sur les inégalités en France 2017 », Observatoire des inégalités, p. 122 et suivantes.

41 % lorsqu'il s'agit de location dans le parc privé. Le poids des dépenses de logement en France a augmenté de 2 % en moyenne de 2000 à 2013, mais de 6 % pour les personnes les plus pauvres. Les dépenses de logement des primo-accédants à la propriété atteignent 48 % de leurs revenus. Compte tenu de l'évolution des prix d'achat (et en l'absence d'augmentation proportionnelle des salaires), l'accès à la propriété en France s'est lui aussi fortement différencié selon la richesse, en quarante ans. Les 25 % des ménages les moins riches sont deux fois moins propriétaires en 2013 qu'en 1973 (16 % contre 33 %). En revanche, les 25 % les plus aisés sont propriétaires à 66 %, contre 43 % en 1973. Or, en période d'incertitude, notamment sur la possibilité de travailler jusqu'à sa retraite, l'accès à la propriété constitue une garantie importante.

En France, la part croissante du crédit immobilier dans le crédit total, couplée à la montée des prix de l'immobilier, a contribué à l'aggravation des inégalités.

Ces données viennent donc conforter l'hypothèse qu'en France, la part croissante du crédit immobilier dans le crédit total, couplée à la montée des prix de l'immobilier, a contribué à l'aggravation des inégalités.

Le niveau élevé des prix de l'immobilier est aussi un facteur majeur d'aggravation de la pauvreté. Le logement pèse en effet de plus en plus sur le budget des ménages des plus démunis. Comme indiqué plus haut (voir p. 77), les impayés liés à l'hébergement (loyer et énergie) sont les postes d'impayés principaux pour les ménages rencontrés annuellement par le Secours Catholique-Caritas France⁶. En dix ans, la hausse des loyers pour ces personnes a été de 20 %, alors que leurs ressources n'augmentaient que de 12 %.

De 2010 à 2016, le coût de l'immobilier a augmenté de 18 % en Allemagne, de 10 % aux États-Unis et de 14 % au Royaume-Uni, pays dans lesquels les inégalités se sont aussi creusées (voir paragraphe 4.2). Il apparaît ainsi que le crédit immobilier à l'ancien, principale activité des banques, a des impacts forts sur l'intérêt général en termes de stabilité financière et de croissance de la pauvreté.

Le propos n'est bien évidemment pas de limiter l'accès au logement, notamment pour les personnes en difficulté, mais d'indiquer que, à un niveau global, trop de crédit dans le secteur immobilier ancien provoque instabilité et risques de bulles spéculatives. L'enjeu de l'accès au logement pour tous doit faire l'objet de politiques publiques ambitieuses et globales, notamment en matière d'aménagement du territoire, de mobilisation du foncier et d'accès au crédit immobilier pour les foyers modestes, de développement du parc locatif en proposant des loyers abordables pour les plus modestes... Les mesures proposées en sixième partie tiennent compte de cette analyse.

⁶ SCCF, « État de la pauvreté en France », *op. cit.*, pp. 69-70.

4.2. LA FINANCIARISATION DE L'ÉCONOMIE A PROFITÉ AUX PLUS RICHES : LES INÉGALITÉS SE SONT CREUSÉES DEPUIS LES ANNÉES 1980

Revenus et patrimoines : des inégalités liées qui s'alimentent l'une l'autre

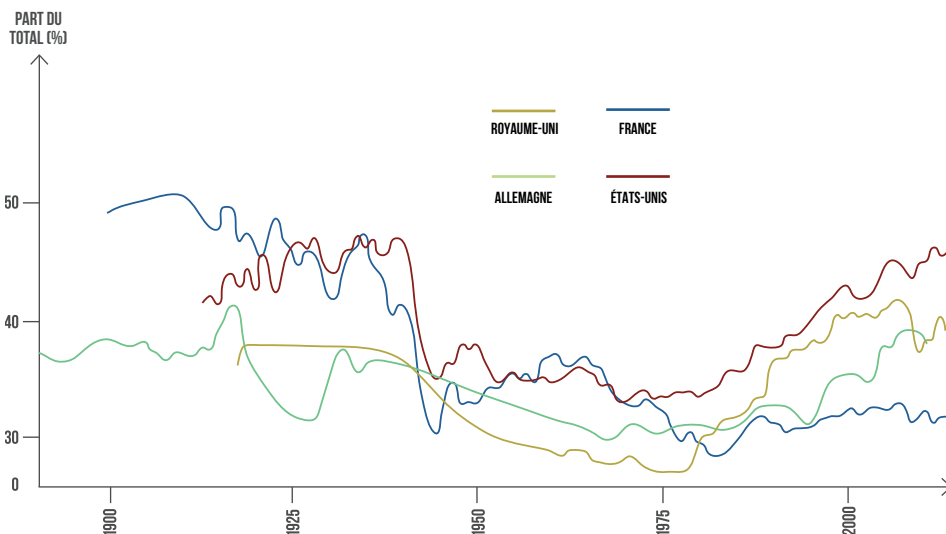
Pour analyser les inégalités, il convient de distinguer les inégalités de revenu et les inégalités de patrimoine. Dans les revenus, on compte les salaires, mais également les revenus financiers : loyers, dividendes, intérêts des placements

Aux États-Unis, les 20 % des ménages qui gagnent le moins n'ont pas vu leur salaire augmenter depuis les années 1980.

obligataires et plus-values de cession. Depuis 1980, c'est-à-dire à partir de l'accélération de la financiarisation des économies, on constate que la part des revenus qui revient aux 10 % des ménages qui gagnent le plus a considérablement augmenté dans les économies avancées, comme

l'illustre le graphique ci-contre pour l'Allemagne, les États-Unis, la France et le Royaume-Uni. Ce sont pour partie des inégalités de salaires : ainsi, le classement Global Ceo Pay Index, établi par l'agence d'informations financières Bloomberg et portant sur les écarts de salaires dans le monde publié fin 2017, montre qu'un patron américain gagne en moyenne 265 fois plus qu'un salarié moyen. En Allemagne, cet écart est de 136, en France de 70¹⁵. Aux États-Unis, les 20 % des ménages qui gagnent le moins n'ont pas vu leur salaire augmenter depuis les années 1980, alors que les revenus des 1 % de ménages les plus riches ont

LES INÉGALITÉS DE REVENU REPARTENT À LA HAUSSE APRÈS 1980

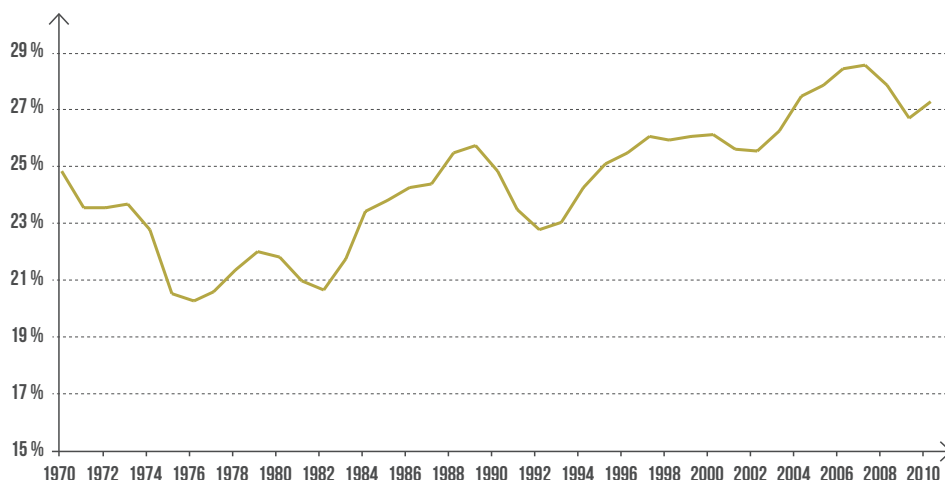


Source : World Inequality Database, www.wid.world/fr

Commentaire de ce graphique : Les 10 % d'Américains les plus riches gagnaient environ 35 % du revenu national en 1980, ils en gagnent 48 % en 2010. La richesse des 10 % supérieurs s'est également fortement accrue au Royaume-Uni et en Allemagne, beaucoup moins en France (voir plus loin).

¹⁵ Anders Melin et Wei Lu, « CEOs in U.S., India Earn the Most Compared With Average Workers », *Bloomberg*, 28 décembre 2017, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-12-28/ceos-in-u-s-india-earn-the-most-compared-with-average-workers>

PART DES REVENUS DU CAPITAL DANS LE REVENU NATIONAL DE 8 PAYS RICHES (1970-2010)



Source : *Le capital au XXI^e siècle*, op. cit. sur <http://piketty.pse.ens.fr/fr/capital21c>

Commentaire de ce graphique : Les revenus du capital dans huit pays avancés (Allemagne, Australie, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni) sont passés d'environ 20 % du revenu global (PIB) dans les années 1970 à près de 30 % dans les années 2000.

triplé. Selon l'association Oxfam¹⁶, en France, les 21 personnes les plus riches détiennent autant que les 40 % les plus pauvres.

Mais les inégalités de revenus sont également liées aux revenus non salariaux qui eux sont générés à partir de patrimoines immobilier et financier. Ainsi, les personnes ayant pu ou pouvant se constituer un patrimoine important dégagent des revenus supplémentaires qui leur permettent par exemple d'accroître leur patrimoine. C'est de cette façon que les inégalités de revenus et de patrimoines se nourrissent les unes des autres¹⁷.

Stagnation des revenus du travail et (sur)endettement des moins aisés...

L'augmentation des inégalités dans les économies avancées peut ainsi s'expliquer en grande partie par le fait que, depuis les années 1980 – début de la période de financiarisation de l'économie –, les revenus du travail ont stagné. Pourquoi cette stagnation des revenus du travail¹⁸ ?

Après la Seconde Guerre mondiale, les prix ont fortement augmenté dans les économies avancées, notamment aux États-Unis, au Royaume-Uni, en France et en Allemagne. À partir des années 1960, un chômage important, supérieur à 5 % de la population active, commence à se développer, notamment du fait du passage d'un modèle de production basé sur le fordisme à l'ère de dirigeants dont la rémunération est de plus en plus fixée en fonction des cours de l'action de l'entreprise¹⁹.

¹⁶ « Une économie au service des 99 % », document d'information, Oxfam International, 2017, https://www.oxfamfrance.org/sites/default/files/file_attachments/rapportdavos2017.pdf

¹⁷ Voir notamment Branko Milanovic, « Increasing capital income share and its effect on personal income inequality », *Munich Personal RePEc Archive*, Paper N° 67661, novembre 2015, https://mpra.ub.uni-muenchen.de/67661/1/MPRA_paper_67661.pdf

¹⁸ Voir le rapport du FMI, « World Economic Outlook 2017 », chapitre 3, <http://www.imf.org/~media/Files/Publications/WEO/2017/April/pdf/e3.ashx> ; et Thomas Piketty, *Le capital au XXI^e siècle*, Le Seuil, 2013

¹⁹ Voir notamment Michel Aglietta et Antoine Rebérioux, coll. *Dérives du capitalisme financier*, éd. Albin Michel, coll. « Bibliothèque d'économie », 2004. D'autres facteurs expliquent cette mutation comme les avancées technologiques et la mécanisation de nombreuses tâches.



Les salaires stagnent, le crédit se développe.

Pour lutter contre le chômage et la hausse des prix, les gouvernements vont pratiquer des politiques de non-augmentation des salaires. Mais, lorsque les salaires stagnent, il ne peut y avoir de dynamique économique, car il n'y a pas de demande supplémentaire.

L'une des caractéristiques essentielles de la dette est qu'elle fait subir des pertes énormes aux ménages qui justement possèdent le moins.

C'est la raison pour laquelle les gouvernements ont laissé se développer le crédit aux ménages, qui a crû de 10 % à 15 % par an dans les économies avancées depuis 1980 alors que la production n'augmentait que de 5 % par an : le but étant de soutenir la demande. Ainsi, aux États-Unis, la dette des ménages

a progressé de 80 % entre 1998 et 2007, pour atteindre pratiquement l'équivalent du PIB. La croissance économique dans les pays avancés a donc été faite « à crédit », pour que le crédit remplace la hausse des salaires dans le soutien à la demande. Mais ceci a creusé les inégalités.

Plus précisément, ce qui a creusé les inégalités est le surendettement, c'est-à-dire le fait de s'endetter au-delà de ce que l'on pourra rembourser. En France, la loi Neiertz de 1989 a limité le surendettement des ménages : toujours en vigueur, elle interdit de se mettre en situation de devoir rembourser un montant supérieur au tiers de ses revenus, les banques étant tenues de vérifier la situation des emprunteurs avant d'accorder un crédit. C'est en partie²⁰ grâce à ce contrôle du niveau d'endettement des ménages que la France est le pays avancé où la dette des ménages a le moins augmenté, et c'est aussi celui où les inégalités se sont le moins creusées.

Dans les autres pays avancés, le surendettement n'étant pas limité comme en France, beaucoup de ménages se sont endettés pour essayer de maintenir ou d'augmenter leur niveau de vie, alors que leurs revenus du travail stagnaient. En effet, du fait de la titrisation (c'est-à-dire le fait de revendre les crédits pour ne plus en supporter le

²⁰ Le système public de protection sociale propre à la France y contribue également.



L'impact du crédit immobilier.

risque de non-remboursement), les banques ont facilement délivré des crédits sans analyser précisément les risques. Or, si l'on a trop de dettes par rapport à ce que l'on peut rembourser avec ses revenus, on va s'appauvrir pour rembourser la dette. Il faudra vendre une partie de son patrimoine pour y arriver. Tous ceux qui s'endettent au-delà de leur capacité de remboursement régressent sur l'échelle des revenus ; et ceux qui ne s'endettent pas régressent en termes relatifs, puisque leurs revenus du travail croissent moins vite que les revenus financiers.

Les économistes américains Mian et Sufi²¹ ont mesuré ce phénomène après la crise aux États-Unis. Ainsi, entre 2007 et 2010, la crise a fait baisser le patrimoine moyen des ménages américains. Le patrimoine moyen des 20 % d'Américains les plus riches est passé de 3,2 à 2,9 millions de dollars. Mais les 20 % d'Américains les moins riches ont vu leur patrimoine moyen, qui était de 30 000 dollars, réduit à presque zéro. Les auteurs analysent que « l'une des caractéristiques essentielles de la dette est qu'elle fait subir des pertes énormes aux ménages qui justement possèdent le moins ».

Spirale des revenus du patrimoine qui permettent des augmentations de patrimoine qui génèrent des revenus

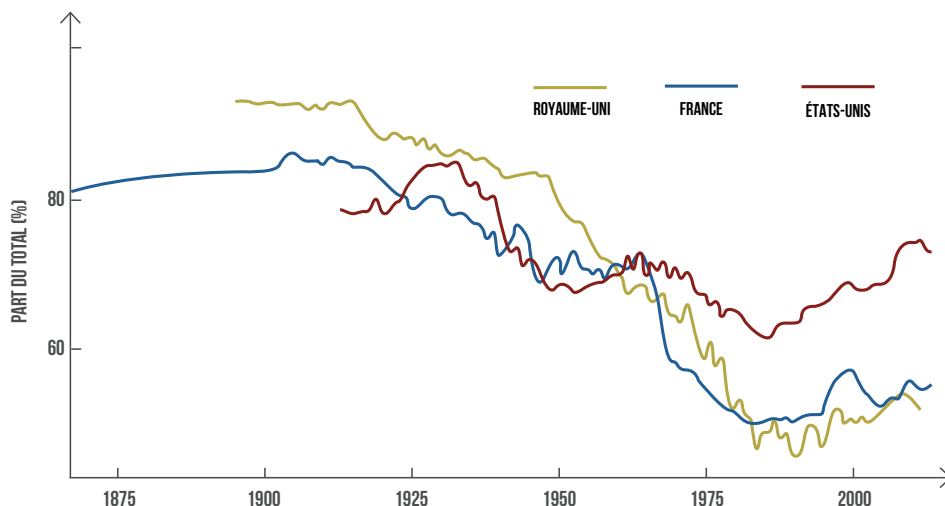
Parallèlement, les revenus financiers et immobiliers ont fortement progressé²². Les ménages qui possèdent ou peuvent se constituer un patrimoine immobilier ou financier montent dans l'échelle des revenus grâce aux loyers, dividendes, plus-values, intérêts reçus.

C'est ainsi que les inégalités de patrimoine ont augmenté rapidement à partir des années 1980 : ceux qui ont pu se constituer un patrimoine ont pu emprunter facile-

21 Atif Mian et Amir Sufi, *House of Debt*, Chicago, University of Chicago Press, 2015.

22 Voir notamment Thomas Piketty, *Le capital au XXI^e siècle*, op. cit., p. 351.

LES INÉGALITÉS DE PATRIMOINE REPARTENT À LA HAUSSE À PARTIR DES ANNÉES 1980



Source : World Inequality Database, www.wid.world/fr

Commentaire de ce graphique : Les inégalités de patrimoine sont repartiées fortement à la hausse aux États-Unis à partir des années 1980. En 2012, les 10 % les plus riches y détiennent presque 80 % du patrimoine total, autant que dans les années 1920. En France et au Royaume-Uni, les inégalités de patrimoine ont augmenté depuis les années 1980, mais de manière beaucoup plus modérée.

ment pour acquérir un parc immobilier locatif ou placer leur épargne en bourse et dégager ainsi des revenus financiers de leur patrimoine croissant. Ceux qui étaient locataires ou propriétaires accédants devaient rembourser leur logement de plus en plus cher, peinaient à consommer et à épargner ; leurs seuls revenus, ceux du travail, stagnaient ; les écarts de patrimoine se sont donc creusés.

Il faut noter que le patrimoine des plus riches est probablement sous-estimé dans ces chiffres, qui proviennent de statistiques nationales et donc ne tiennent pas compte des montants qui pourraient être cachés aux fisca nationaux dans les paradis fiscaux. Les estimations les plus prudentes, croisant les données nationales et les documents des « Panama Papers », montrent ainsi que la sous-évaluation des patrimoines des ménages atteindrait 8 % au niveau mondial et 11 % pour l'Union européenne²³.

Des inégalités qui freinent la prospérité économique

Il est par ailleurs possible de penser que les inégalités de revenu et de patrimoine contribuent au ralentissement de l'activité économique. Comme l'a souligné John Maynard Keynes²⁴, plus les ménages sont riches, plus ils épargnent une forte proportion de leurs revenus. Un millionnaire ne consomme pas un million de fois plus qu'un individu disposant de revenus moyens : il consomme certes davantage, mais dans une certaine limite. À l'inverse, une augmentation des minima sociaux serait directement réinjectée dans le fonctionnement de l'économie non financière : elle permettrait moins d'impayés, plus de consommation, une meilleure alimentation...

23 Gabriel Zucman, *La richesse cachée des nations*, Seuil, 2017, p. 11. Les « Panama Papers » sont des fichiers de données contenant le détail de fortunes cachées au Panama, qui ont été rendues publiques grâce à des alertes lancées par le consortium international de presse ICIJ.

24 John Maynard Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (1936), p. 114, cité par Turner, *op. cit.*, p. 167.

Donc, plus la partie la plus aisée de la population continue à s'enrichir moins la demande est soutenue par la consommation. Ainsi, en accroissant les inégalités, la financiarisation de l'économie a été nuisible à l'activité économique. Comme l'indique une étude de l'OCDE, « *une aggravation des inégalités de trois points de [l'indice] Gini²⁵ – soit la moyenne des pays de l'OCDE pour les vingt dernières années – ferait perdre 0,35 point de croissance par an sur vingt-cinq ans, soit une perte cumulée de PIB de 8,5 % à terme* ». ²⁶

4.3 LA FINANCIARISATION DÉVIE LES INVESTISSEMENTS DE L'ÉCONOMIE NON FINANCIÈRE

Les produits financiers disponibles sur les marchés actuels, en particulier les produits dérivés, fournissent souvent des rendements considérables, supérieurs voire bien supérieurs à 10 % par an²⁷. Or, les investissements de l'économie non financière ou de la transition énergétique ne peuvent offrir de tels rendements, encore moins quand une économie est ralentie par la faiblesse de la demande. Les capitaux vont donc se placer naturellement vers ces produits financiers dérivés plutôt que vers l'économie non financière²⁸. Ce faisant, ils en font monter les prix, augmentant encore plus leur rendement. Pour rappel ces produits dérivés sont des « paris » : l'argent placé n'alimente pas l'économie non financière. Cette attractivité des placements financiers au détriment des investissements nécessaires pour l'intérêt général est renforcée par les politiques monétaires, principalement états-unienne et européenne, d'aisance quantitative qui font que les acteurs financiers peuvent s'endetter à moindre coût pour réaliser des profits élevés et rapides (voir partie 3). Selon Stephen G. Cecchetti et Enisse Kharroubi, « *le niveau de développement financier ne stimule la croissance que jusqu'à un certain point à partir duquel il tend au contraire à la freiner. Lorsque le crédit accordé par les banques au secteur privé représente plus de 90 % du PIB, tout nouvel accroissement du crédit bancaire tend à réduire la croissance* ». ²⁹ D'autres études plus récentes³⁰ confirment cette analyse.

En 2013, l'économiste américain Larry Summers a émis l'hypothèse d'une « *stagnation séculaire* »³¹ des économies avancées : une insuffisance de la demande des ménages et des entreprises qui expliquerait la faiblesse de l'activité économique depuis la crise. Une enquête de la BCE³² de mai 2017 révèle que le problème principal des PME de la zone euro est de trouver des clients. En pourcentage de la production, le taux d'investissement a décliné continuellement dans les économies

25 L'indice de Gini mesure les inégalités dans un pays ou zone géographique.

26 « Les inégalités de revenu présentent-elles sur la croissance économique ? », *Focus Inégalités et croissance*, OCDE, décembre 2014, <https://www.oecd.org/fr/els/soc/Focus-Inegalites-et-croissance-2014.pdf>

27 Voir par exemple le rendement des options dites « Warrant » sur les actions, <https://investir.lesechos.fr/traders/conseils-warrants-derives/certificats-une-strategie-de-rendement-attractive-sur-schneider-1648192.php>

28 Les sommes consacrées par les acteurs financiers aux seuls produits dérivés sont supérieures de plus de 25 % aux investissements enregistrés dans les pays de l'OCDE en 2016. Voir les statistiques de la BRI, « Global OTC derivatives market », https://www.bis.org/statistics/d5_1.pdf et de l'OCDE <https://data.oecd.org/gdp/investment-gfcf.htm>.

29 Stephen G. Cecchetti et Enisse Kharroubi, « Reassessing the impact of finance on growth », *BIS Working Papers*, n° 381, 2012, <https://www.bis.org/publ/work381.pdf>

30 Joshua Aizenman, Yothin Jinjirak et Donghyun Park, « Financial Development and Output Growth in Developing Asia and Latin America: A Comparative Sectoral Analysis », *NBER Working Paper*, 2017, janvier 2015, <http://www.nber.org/papers/w20917> ; et Claudio Borio, Enisse Kharroubi, Christian Upper et Fabrizio Zampolli, « Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences », *BIS Working Papers*, n° 534, <https://www.bis.org/publ/work534.pdf>

31 Voir Larry Summers, « The Age of Secular Stagnation : What It Is and What to Do About It », février 2016, <http://larrysummers.com/2016/02/17/the-age-of-secular-stagnation/>

32 BCE, « Survey of the access to finance of enterprises in the Euro area. October 2016 to March 2017 », mai 2017, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.accessstofinancesmallmediumsizedenterprises201705.en.pdf?17da4f2a730b7ababea4037e4ce8cae>

avancées depuis les années 1970³³. Cela s'explique par l'absence de demande mais aussi par les stratégies court-termistes exacerbées des acteurs financiers lorsqu'ils investissent dans des entreprises non financières et exigent des rendements élevés et rapides, très souvent en contradiction avec la nécessité pour l'entreprise de disposer de ressources stables et pérennes³⁴. L'absence de demande est, elle, principalement causée par le maintien d'une inflation salariale faible et d'un surendettement généralisé, ce qui laisse peu de place à la consommation et limite les dépenses de nombreux ménages à la seule satisfaction des besoins essentiels.

Or, les besoins d'investissements restent insatisfaits dans de nombreux secteurs au sein des économies avancées : les infrastructures de transport aux États-Unis sont dans un état préoccupant³⁵ ; la France manque de lits d'hôpitaux, de places de crèches, de services d'accueil et d'accompagnement pour les migrants, etc. ; les besoins d'investissement pour une transition énergétique juste sont très importants dans toutes les économies avancées.

Augmentation des inégalités, économie non financière en manque d'investissement : ces deux conséquences de la financiarisation ont, de plus, des impacts directs sur les dépenses et les recettes des États. Et comme, par ailleurs, une grande partie de l'activité du secteur financier consiste à prêter aux États, il est important de s'interroger sur le bilan global de la financiarisation des économies avancées pour les États, et donc pour chacun des citoyens en tant que contribuable.

4.4 LES ÉTATS SURENDETTÉS SE DÉENGAGENT SUR LE PLAN SOCIAL, CE QUI CONTRIBUE À L'ACCROISSEMENT DE LA PAUVRETÉ ET DES INÉGALITÉS

Le ralentissement économique qui a suivi la crise de 2008 a pesé sur les finances publiques des États

En 2009, les recettes fiscales de la France baissent de 37 milliards d'euros par rapport à 2008. Les bénéfices des entreprises chutent, il y a donc moins de rentrées d'impôts sur les sociétés ; la baisse de la production entraîne aussi une baisse de la TVA. À la baisse des recettes fiscales due à la crise économique s'ajoute celle qui est due à des politiques de réduction fiscale des États. Ainsi, si en 1990, au sein du G20, le taux d'imposition légal moyen sur les sociétés était de 40 %, il n'était plus que de 28,7 % en 2015³⁶. En France, « le gouvernement prévoit de faire baisser le taux de l'impôt sur les sociétés de 33,3 % à 25 % d'ici à 2022 ».³⁷

Le déficit public de la France, qui était de -2,5 % en 2007, a plongé autour de -7 % en 2009 et 2010, pour revenir à -5 % en 2011³⁸.

Cette évolution – baisse des recettes due à la baisse de l'activité économique et à des choix fiscaux, hausse des dépenses liée au coût accru des prestations sociales (voir plus

33 Voir « Farewell to Cheap Capital », étude du Mc Kinsey Institute, décembre 2010, p. 3, <https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/farewell-cheap-capital>

34 Voir Tristan Auvray, Thomas Dallery et Sandra Rigot, *L'entreprise liquidée. La finance contre l'investissement*, Michalon, 2016.

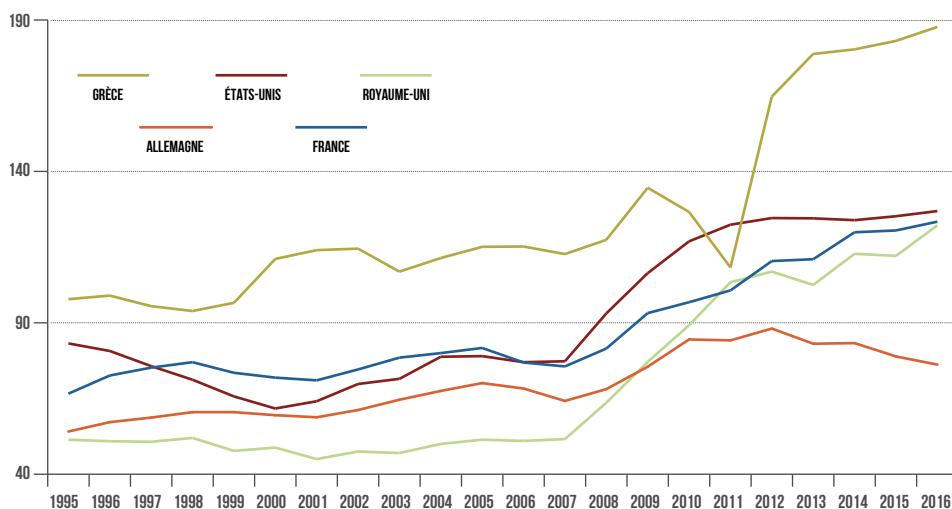
35 Voir « Infrastructure Report Card 2017, a comprehensive assessment of america's infrastructure », American Society of Civil Engineers (ASCE), <https://www.infrastructurereportcard.org/wp-content/uploads/2017/10/Full-2017-Report-Card-FINAL.pdf>

36 Esmé Berkhout, « La bataille des paradis fiscaux. Droit dans le mur : l'impasse de la concurrence fiscale », Oxfam, 2016, <https://www.oxfam.org/sites/www.oxfam.org/files/bp-race-to-bottom-corporate-tax-121216-fr.pdf>

37 Marie Bellan, « Budget 2018 : ce qui change pour les entreprises », *Les Échos*, 27 septembre 2017, <https://www.lesechos.fr/economie-france/budget-fiscalite/030623671729-budget-2018-ce-qui-change-pour-les-entreprises-2117550.php#RF1uvTwIwxCHOBUa.99>

38 Voir les données statistiques d'Eurostat : <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=fr&pcode=tec00127&plugin=1>

ÉVOLUTION DE LA DETTE PUBLIQUE PAR RAPPORT AU PIB DE QUELQUES PAYS AVANCÉS, DE 1995 À 2016



Source : OCDE, http://stats.oecd.org/index.aspx?DatasetCode=GOV_DEBT

Commentaire de ce graphique : Dans les pays de l'OCDE, la crise fait passer le taux d'endettement moyen des États de 73 % du PIB en 2007 à plus de 110 % en 2015.

haut dans l'exemple de la France) – s'observe en moyenne dans tous les pays avancés, comme l'indiquent les travaux de l'OCDE résumés dans le graphique ci-dessous.

Pour financer ces déficits accrus, les États avancés s'endettent encore davantage

Comme expliqué dans la partie 2, les États des économies avancées ont commencé à s'endetter auprès des marchés financiers privés en mettant « leur dette en marché » à partir des années 1980. Lorsque la crise frappe, les États de l'OCDE sont déjà très endettés, en moyenne à 85 % de leur PIB (données OCDE). Comme ils doivent soudain financer des déficits accrus, la crise va augmenter leur taux d'endettement : en France, par exemple, l'endettement va croître de 65 % à 95 % du PIB entre 2008 et 2013.

Même si les taux d'intérêt sont bas, les charges d'intérêt de cette nouvelle dette viennent s'ajouter au déficit public des États. En France, les intérêts de la dette sont le quatrième poste de dépenses de l'État au budget 2017 : l'Éducation nationale représente 50 milliards d'euros, les retraites 48 milliards, les collectivités locales 47 milliards, les intérêts de la dette 42 milliards³⁹. L'accroissement de la dette augmente donc le déficit, en raison du poids croissant des intérêts.

³⁹ Maxime Vaudano, « Où va l'argent de l'État ? Visualisez en un coup d'œil le budget 2017 », *Le Monde*, 29 septembre 2016, http://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2016/09/29/ou-va-l-argent-de-l-etat-visualisez-en-un-coup-d-il-le-budget-2017_5005405_4355770.html

Le pacte européen de stabilité de 2011 impose l'austérité en limitant les déficits publics

En 2011, les économies européennes sont ralenties par les effets de la crise financière et les États se sont encore davantage endettés pour faire face à la baisse des recettes et à l'augmentation des dépenses que la crise a entraînées. Comme l'ont souligné, depuis, plusieurs économistes⁴⁰, cela aurait pu être une opportunité de lancer en Europe un vaste plan de relance de l'économie, de soutenir la demande et l'emploi par l'investissement.

Les programmes d'austérité contribuent à prolonger la crise.

Ainsi, les États-Unis avaient enclenché en 2010 un plan de relance de 800 milliards d'euros, plan qui a permis un certain redémarrage de leur économie (plus de 11 % de croissance de la production entre 2008 et 2015). Mais c'est le contraire qui a été décidé en Europe : les États de l'Union européenne se sont imposé un programme d'austérité économique en fixant, dans le Pacte européen de stabilité de 2011, un objectif de déficit public ne dépassant pas 3 % du PIB. Ce pacte a repris et confirmé les objectifs de déficit budgétaire fixés dans le traité de Maastricht de 1992, objectifs fixés dans un contexte où la problématique du soutien à l'économie après une crise majeure n'existait pas.

L'application de ce programme est strictement contrôlée par la Commission européenne au niveau de chaque État membre. Ainsi le Conseil européen a adressé à l'État français en 2014, 2015 et 2016 des recommandations de politique économique contenant un paquet de mesures d'austérité⁴¹ : baisse des dépenses publiques, réformes structurelles des retraites diminuant le niveau des pensions futures, économies sur l'assurance-chômage, réformes structurelles du droit du travail rendant les licenciements plus faciles, allègement des cotisations patronales, baisse de la fiscalité sur les entreprises, hausse de la TVA.

Les politiques d'austérité prolongent la crise

Devant la crise économique et le chômage qui persistent plus de cinq ans après, de nombreux économistes, comme ceux du FMI⁴² en juin 2016, ont reconnu que ce programme d'austérité a contribué à prolonger la crise. Dès 2012, le Fonds monétaire international mettait en garde l'Europe sur les risques sociaux et politiques apparaissant chez les peuples européens, lassés par l'austérité et les réformes sans fin⁴³. Ce constat de l'inefficacité des politiques d'austérité a également été fait par Caritas Europa, notamment dans son *Crisis Monitoring Report* de 2014, qui dénonçait le fait que « la priorité donnée aux mesures d'austérité excluant virtuellement toutes les autres approches ne résoudrait pas la crise et causait des problèmes sociaux susceptibles de provoquer des impacts durables ».⁴⁴ Après quatre décennies de croissance du crédit supérieure à celle de la production et des salaires, les ménages des économies avan-

40 Notamment James K. Galbraith, Stuart Holland, Steve Keen ou Gaël Giraud.

41 Voir, par exemple, les recommandations du Conseil concernant le programme national de réforme de la France pour 2016 et portant avis du Conseil sur le programme de stabilité de la France pour 2016, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016H0818\(27\)&from=FR](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016H0818(27)&from=FR)

42 Jonathan D. Ostry, Prakash Loungani et Davide Furceri, « Le néolibéralisme est-il surfait ? », *Finances et Développement*, juin 2016, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fin/2016/06/pdf/ostry.pdf> ; Romaric Godin, « Quand le FMI critique le néolibéralisme... », *La Tribune*, 27 mai 2016, <http://www.latribune.fr/economie/international/quand-le-fmi-critique-le-neoliberalisme-574748.html> ; et Heiner Flassbeck, Thomas Piketty, Jeffrey D. Sachs, Dani Rodrik et Simon Wren-Lewis, « L'austérité a échoué : la lettre ouverte de cinq économistes à Angela Merkel », *Alternatives Économiques*, 10 juillet 2015, <https://www.alternatives-economiques.fr/tribune/lausterite-a-echoue-la-lettre-ouverte-de-cinq-economistes-a-angela-merkel-201507101013-00001756.html>

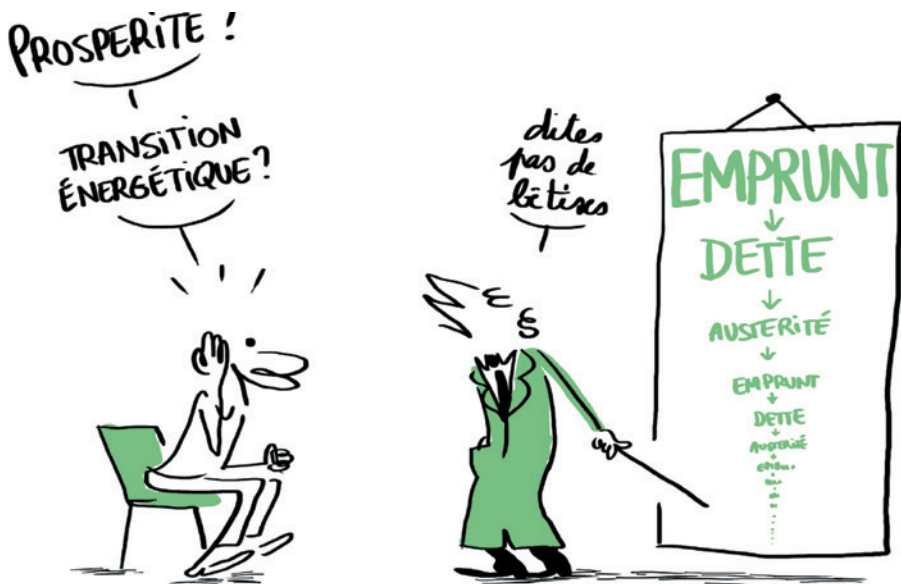
43 Voir, par exemple, Phillip Inman « IMF warns of fresh global crisis unless eurozone finds a fix », *The Guardian*, 8 octobre 2012, <https://www.theguardian.com/business/2012/oct/08/imf-warns-global-crisis-eurozone>

44 « Crisis Monitoring Report », Caritas Europa, 2014, p. 10, http://www.caritas.eu/sites/default/files/caritascrisisreport_2014_en.pdf



cées sont très endettés (voir ci-dessus, paragraphe 4.2). La demande reste donc faible. Pour la relancer, il faut soit redonner du pouvoir d'achat, soit faire de l'investissement public, ce qui peut résorber une partie du chômage. Ces deux voies sont interdites par la contrainte du déficit public, qui provoque au contraire du chômage supplémentaire dans le secteur public et de la baisse de pouvoir d'achat par la baisse des prestations sociales. Dans la zone euro, et notamment en France, la mise en place de politiques publiques « régressives », comme la forte diminution des emplois aidés décidée en 2017, est un facteur de réduction du niveau de vie, d'aggravation des inégalités et de fracturation de la société, alors que les besoins sont croissants.

La crise financière a donc diminué les recettes des États avancés et augmenté leurs charges. Elle a creusé leurs déficits, et ils ont dû s'endetter encore davantage auprès des marchés financiers privés pour les financer. Les gouvernants de la zone euro ont choisi en 2011 de suivre une politique économique d'austérité, qui est concordante avec les souhaits de leurs financiers privés. Cette politique d'austérité est clairement contraire à l'intérêt des citoyens européens car elle oblige l'État à réduire les prestations sociales et les services publics, précisément au moment où la crise économique qui se prolonge les rendrait nécessaires. Elle a par ailleurs des coûts humains très importants et est un facteur aggravant du creusement des inégalités. Ainsi, « *le taux de risque de pauvreté ou d'exclusion sociale (l'indicateur combiné de pauvreté utilisé dans la Stratégie Europe 2020) a augmenté de 2008 à 2013 dans la plupart des États membres de l'UE des 28 et atteint 122,5 millions de personnes, soit 24,5 % de la population de l'Europe des 28* »⁴⁵. En France aujourd'hui, 1,5 million d'enfants sont élevés dans des familles pauvres.



Optimisme de rigueur recommandé.

45 « Poverty and inequalities on the rise. Just social models needed as the solution ! », Caritas Europa, p.10. https://www.caritas.eu/sites/default/files/caritascrisisreport_2015_en_final.pdf

Le choix de recourir au financement de la dette uniquement par les marchés financiers privés a rendu les États dépendants de ces marchés et des politiques économiques qui leur conviennent.

Finance et politiques d'austérité

Le fonctionnement actuel des marchés financiers pousse en effet les États avancés à pratiquer des politiques d'austérité. Ils en font la condition pour souscrire aux

L'exemple de la Grèce rappelle que les exigences des marchés financiers en terme de remboursement de la dette l'emportent, aujourd'hui, dans la zone euro, sur les considérations d'intérêt général.

emprunts d'État, or les États des pays avancés empruntent en permanence auprès des marchés financiers privés. Lorsqu'on est prêteur, on veille à ce que l'emprunteur ne s'endette pas davantage, pour s'assurer d'une probabilité maximale de remboursement de la part de celui-ci. Les analystes financiers employés par les marchés financiers

publient régulièrement des notes d'analyse à destination des acheteurs de la dette d'État, où ils évaluent le respect des politiques d'austérité⁴⁶.

Face à la situation d'endettement de l'État, plusieurs approches s'opposent ; ainsi, si pour certains il s'agit de réduire le service public en France, d'autres acteurs recommandent une relance par la commande publique, comme l'ex-économiste en chef du FMI, Olivier Blanchard⁴⁷, ou un « plan Marshall » social dans les pays avancés, comme Anthony Atkinson⁴⁸, spécialiste mondial des inégalités. Mais si les États emprunteurs ne suivent pas les recommandations de politique économique des marchés financiers, ils voient le coût de leur dette augmenter et risquent même de ne pas pouvoir emprunter.

L'exemple de la Grèce rappelle que les exigences des marchés financiers en terme de remboursement de la dette l'emportent, aujourd'hui, dans la zone euro, sur les considérations d'intérêt général. En 2016, le taux de chômage y est en effet de 26 %, et 35 % des Grecs vivent sous le seuil de pauvreté. L'austérité imposée ne fonctionne pas. Fin 2016, le PIB est en baisse de 1,2 % et accuse sa plus forte baisse trimestrielle depuis dix-huit ans. Les politiques d'austérité ont un coût humain, social et politique immense et inacceptable.

Les politiques d'austérité dans la zone euro sont vouées à l'échec car la dette n'est pas remboursable

Adair Turner⁴⁹ souligne que d'autres politiques que l'austérité doivent être utilisées si l'on veut retrouver de la croissance économique dans la zone euro. En effet, le pacte fiscal vise à réduire les déficits à 3 % et la dette publique à 60 % de la production. Or Turner⁵⁰ rappelle que, pour y arriver à partir de la situation actuelle, il faudrait dégager des excédents budgétaires très importants : de 4 % à 7 % du

46 Voir par exemple l'analyse de Maxime Alimi, économiste zone euro chez Axa (l'un des principaux acheteurs de dette française), en novembre 2014, <http://www.globalix.fr/content/france-le-deficit-la-dette-et-le-spread>

47 Thierry Fabre, « La mise en garde de l'ex-chef économiste du FMI contre l'austérité », Interview d'Olivier Blanchard, *Challenges*, 2 mars 2017, https://www.challenges.fr/economie/la-mise-en-garde-de-l-ex-chef-economiste-du-fmi-contre-l-austerite_456597

48 Anthony Atkinson, « *Inégalités* », Seuil, 2016.

49 *Reprendre le contrôle de la dette*, op. cit., p. 293 et suivantes.

50 *Ibid.* p. 289.

PIB pendant plus de dix ans, selon les pays. Mais des performances si fortes et si prolongées n'ont jamais été observées dans les économies avancées.

D'autres solutions existent pour sortir de la crise

Le triptyque « surendettement – chômage – faible demande » existe dans tous les pays avancés, à l'exception de l'Allemagne, dont l'endettement est faible (70 % du PIB) en raison de ses excédents commerciaux. Pour sortir du surendettement, il est possible de restructurer la dette. Et, pour relancer la demande, il est possible d'utiliser la création monétaire au service de l'investissement public et de l'intérêt général.

Mais les États ne dépendent pas seulement des marchés financiers qui les financent en dette ; ils dépendent aussi des banques, car les banques exercent les activités d'intérêt général que sont la gestion des moyens de paiement et l'octroi du crédit. Or, dix ans après la crise, les banques des pays avancés restent très fragiles, fragilité qui nuit à l'intérêt général.

Fragilité du secteur bancaire et risque pour les citoyens

La libéralisation des mouvements de capitaux et la déréglementation financière ont engendré, entre autres, l'émergence de méga groupes bancaires (voir partie 2), dont les pertes, même limitées, d'un seul groupe, pourraient facilement entraîner une crise financière majeure du fait de la faiblesse de leurs fonds propres⁵¹. Or la fragilité des grands groupes bancaires est nuisible à l'intérêt général. En effet, si une banque est au bord de la faillite, immanquablement, l'État dans lequel son siège social est localisé y injecte du capital. En juin 2017, l'État italien a ainsi injecté 6,6 milliards d'euros dans la banque Monte dei Paschi pour éviter sa faillite⁵². La Cour des comptes espagnole a estimé que le sauvetage des banques a coûté plus de 60 milliards d'euros aux contribuables espagnols entre 2000 et 2015⁵³.

La fragilité des grands groupes bancaires est nuisible à l'intérêt général

Dans une période où le déficit des États est très contraint, où les investissements publics manquent dans les infrastructures sociales, on peut considérer qu'il y a là une ponction des ressources publiques au profit du secteur financier et au détriment de l'intérêt général.

Les États sauvent leurs banques pour éviter des faillites qui auraient des conséquences économiques majeures, comme la crise de 2008 l'a montré avec l'interruption des systèmes de paiement et du crédit. Les banques sont ainsi « *too big to fail* » : trop grosses pour faire faillite. Certes, par ce sauvetage, les États protègent les activités d'intérêt général que sont les moyens de paiement et le crédit. Mais les actionnaires des banques profitent de cette « garantie implicite » des États pour faire davantage de profit car plus le capital d'une banque ou d'une entreprise

51 Pour rappel, ces grandes banques ne détiennent en moyenne que 5 % de fonds propres par rapport à la totalité de leurs engagements. Si une banque enregistrée des pertes supérieures à ses fonds propres, elle peut faire faillite si elle n'est pas secourue. Du fait de la trop forte interconnexion des marchés financiers, cette faillite se propagerait très rapidement comme cela a été le cas en 2008.

52 « Bruxelles approuve le plan de sauvetage de la banque italienne BMPS par Rome », *La Croix*, 5 juin 2017, <http://www.la-croix.com/Economie/Entreprises/Bruxelles-approuve-plan-sauvetage-banque-italienne-BMPS-Rome-2017-06-05-1200852655>

53 « Espagne : le sauvetage des banques a coûté 61 milliards d'euros aux contribuables », *La Tribune*, 11 janvier 2017, <http://www.latribune.fr/economie/international/espagne-le-sauvetage-des-banques-a-coute-61-milliards-d-euros-aux-contribuables-629658.html>

est faible, plus sa détention est rentable pour les actionnaires : ils encaissent les bénéfices de la banque, qui leur appartient, avec une mise de fonds moindre et leur investissement est donc plus rentable. Les actionnaires des banques ne les capitalisent généralement pas suffisamment et prennent néanmoins des risques importants, sur lesquels ils encaissent les profits correspondants avec la garantie que, si les choses tournent mal, l'État viendra au secours de l'établissement.

Il est donc primordial que les actionnaires des banques assument de détenir un capital finançant une activité d'intérêt général, qui leur garantirait une certaine pérennité et, à ce titre, engagent eux-mêmes des capitaux à une hauteur suffisante pour assurer la stabilité du système bancaire. Si les marchés financiers privés considèrent que, dans ces conditions, l'investissement dans les banques n'est pas intéressant pour eux, l'État peut venir au capital des banques.

La faible capitalisation des banques qui persiste après la crise fait peser un risque sur les contribuables, alors que les actionnaires des banques bénéficient de la rémunération de ces risques. Profits privés et pertes publiques sont devenus la règle pour le système bancaire, ce qui est contraire à l'intérêt général.

4

SYNTHÈSE

Les différents impacts de l'organisation actuelle du système financier abordés ici sont nuisibles aux intérêts des citoyens des pays avancés. En cas de crise financière comme celle de 2008, les économies et les populations subissent les impacts négatifs des risques démesurés pris par les acteurs des marchés financiers. Depuis les années 1980, la croissance du crédit a été plus rapide que celle de la production et des salaires : cela a provoqué une reprise de la croissance des inégalités. La propension excessive des banques à prêter à l'immobilier ancien a, en outre, fait monter les prix, avec des conséquences en termes de pauvreté et d'inégalité *via* le coût du logement. Ensuite, la constitution de patrimoines financiers importants a ralenti l'économie non financière, et a donc contribué à maintenir une partie trop importante de la population des économies avancées dans le chômage et la pauvreté. De plus, ce ralentissement économique a creusé le déficit des États, dont les recettes diminuent alors que la charge des prestations sociales augmente. Les créanciers privés des États sont favorables à des politiques d'austérité, qui sont contraires à l'intérêt général tout en étant vouées à l'échec, compte tenu du niveau très élevé de l'endettement des États. Et le secteur bancaire fait toujours peser un risque sur les finances des États, et donc indirectement sur les prestations sociales qui sont pourtant de plus en plus nécessaires.

L'analyse des conséquences de la financiarisation de l'économie ne peut être complète sans mentionner les aspects spécifiques aux pays émergents et en développement.

5

FINANCIARISATION DE L'ÉCONOMIE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT

La financiarisation de l'économie mondiale a eu des conséquences néfastes pour les pays émergents et plus encore pour les pays en développement¹. Les politiques de développement menées depuis les années 1960-1970, c'est-à-dire pendant la financiarisation rapide de l'économie mondiale, n'ont pas réussi à réduire les inégalités entre pays, et les écarts de niveaux de vie restent très importants. Ayant également subi les impacts socio-économiques de la crise de 2008, ces pays sont aussi structurellement affectés par de nombreux aspects de la globalisation financière alors qu'ils ne sont que très faiblement représentés dans les instances internationales chargées d'élaborer les réglementations bancaires et financières.

¹ Voir en annexe la classification entre pays avancés, émergents et en développement (dont les moins avancés) réalisée pour ce rapport. Dans cette partie, la plupart des analyses exposées concernent à la fois les pays émergents et les pays en développement, même si très souvent les pays en développement, et notamment les pays les moins avancés, sont encore plus négativement impactés par la financiarisation.

5.1 LIMITES DES POLITIQUES DE COOPÉRATION ET DE FINANCEMENT POUR LES PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT

À partir des années 1980, les institutions financières internationales et la plupart des pays avancés ont conditionné leurs programmes de coopération avec les pays en développement à la mise en place de réformes de libéralisation et de déréglementation (voir partie 2) accompagnées de mesures de réduction drastiques des dépenses publiques et de modération salariale. Appelés programmes d'ajustement structurels, ils ont été théorisés sous le terme de consensus de Washington¹. Censés permettre le développement économique et la réduction des inégalités, ils ont eu très souvent des résultats opposés. Ainsi, en Amérique latine, si certains pays ont réussi à faire baisser l'inflation en dessous de 10 % par an, le nombre de personnes pauvres est passé de 120 à 220 millions entre 1980 et 2000².

En 2000, la communauté internationale s'est fixé huit Objectifs du millénaire pour le développement (OMD), qui visaient à « combattre la pauvreté sous toutes ses formes »³ dans les pays en développement. Ces objectifs étaient déterminés pour la période 2000-2015⁴ et ont établi les grandes lignes des politiques de développement et de coopération des pays avancés et des organismes internationaux. Des progrès majeurs ont été faits : l'extrême pauvreté a considérablement reculé dans le monde, le nombre de personnes vivant dans l'extrême pauvreté a été divisé par deux. Mais ce recul global masque de fortes disparités, notamment du fait d'un recul en Chine et en Inde, deux pays fortement peuplés. Comme l'a remarqué le CADTM à partir de données de l'outil de la Banque mondiale PovcalNet, « la pauvreté extrême a peu diminué en Asie du Sud, et elle a surtout fortement augmenté en Afrique subsaharienne »⁵. Dans les pays d'Afrique subsaharienne, 176,1 millions de personnes supplémentaires sont tombées dans l'extrême pauvreté entre 1981 et 2005⁶.

S'appuyant sur des statistiques de la Banque mondiale, Oxfam notait en 2014 que sept personnes sur dix vivaient dans des pays où les inégalités ont augmenté au cours des trois dernières décennies⁷. Oxfam a également mis en évidence le fait qu'entre 1988 et 2011, les 10 % les plus riches de la population se sont arrogé 46 % de la croissance globale des revenus, alors que les 10 % les plus pauvres n'en ont reçu que 0,6 %⁸. Sur une plus longue période, on constate que le revenu moyen par habitant des pays qui se trouvent aujourd'hui dans la zone euro était de 15 fois supérieur à celui des pays d'Afrique subsaharienne en 1960. En 2006, l'écart entre les deux était de 38⁹.

1 De nombreuses analyses des impacts des politiques du consensus de Washington ont pu être faites. Voir, par exemple, les articles de John Williamson, concepteur du consensus de Washington, déjà cités dans la partie 2 ; Joseph Stiglitz, *La grande désillusion*, op. cit. ; et Dmitri Unzidis, « Les pays en développement face au consensus de Washington. Histoire et avenir », *Annuaire français de relations internationales*, vol. 6, 2005, http://www.diplomatie.gouv.fr/IMG/pdf/62_865-879.pdf

2 Banque mondiale, *Indicateurs du développement dans le monde*, 2003, <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/13920?locale-attribute=fr>

3 « Objectifs du millénaire pour le développement. Rapport 2015 », Nations unies, http://www.un.org/fr/millenniumgoals/reports/2015/pdf/rapport_2015.pdf

4 Ils ont été suivis des Objectifs du développement durable dans le cadre de l'Agenda 2030 (extension au climat et universalité, c'est-à-dire concernant tous les pays et non plus seulement les pays en développement).

5 CADTM, « Les chiffres de la dette 2015 », <http://www.cadtm.org/IMG/pdf/version01-FR.pdf>

6 Jimi O. Adesina, « Rethinking the social protection paradigm : Social policy in Africa's development », juin, 2010, <http://erd.eui.eu/media/BackgroundPapers/Adesina.pdf>

7 Branko Milanovic, *All the Ginis*, Dataset, cité dans « À égalité ! Il est temps de mettre fin aux inégalités extrêmes », Oxfam International, 2014, https://www.oxfam.org/sites/www.oxfam.org/files/file_attachments/cr-even-it-up-extreme-inequality-291014-fr.pdf

8 « Une économie au service des 1 %, ou comment le pouvoir et les privilèges dans l'économie exacerbent les inégalités extrêmes et comment y mettre un terme », Oxfam International, 2016, https://www.oxfam.org/sites/www.oxfam.org/files/file_attachments/bp210-economy-one-percent-tax-havens-180116-fr.pdf

9 « Combattre la pauvreté et l'inégalité. Changement structurel, politique sociale et conditions politiques », UNRISD, Genève, 2010, [http://www.unrisd.org/80256B3C005C2802/\(ViewPDF\)?OpenAgent&parentunid=4C1D0B5FC0DC0FE9C125783700565628&parentdb=80256B3C005BCC-F9&parentdoctype=book&netitpath=80256B3C005BCCF9/\(httpAuxPages\)/4C1D0B5FC0DC0FE9C125783700565628/\\$file/vuedensembl.pdf](http://www.unrisd.org/80256B3C005C2802/(ViewPDF)?OpenAgent&parentunid=4C1D0B5FC0DC0FE9C125783700565628&parentdb=80256B3C005BCC-F9&parentdoctype=book&netitpath=80256B3C005BCCF9/(httpAuxPages)/4C1D0B5FC0DC0FE9C125783700565628/$file/vuedensembl.pdf)

Malgré leur ambition affichée, les OMD n'ont pas remis en question les fondements des politiques impulsées par les institutions financières internationales dans le cadre du consensus de Washington, et ce malgré les critiques exprimées à leur égard dès le début des années 2000. Les recommandations de libéralisation et de baisse des dépenses publiques, entre autres, ont continué à figurer en bonne place dans les conditionnalités des programmes de soutien du FMI et de la Banque mondiale aux pays nécessitant leur appui¹⁰. Les inégalités entre et à l'intérieur des pays restent criantes, ce qui met à mal la réduction durable de la pauvreté, objectif affiché des politiques impulsées par la communauté internationale.

Vers une financiarisation des politiques de coopération...

Pour mettre en œuvre les agendas de développement et de lutte contre les changements climatiques fixés en 2015 lors des conférences sur le développement durable (New York, septembre 2015) et au sein de l'accord de Paris (décembre 2015), la communauté internationale se doit de mobiliser « plusieurs milliers de milliards de dollars US »*. Faisant face aux défis de la crise socio-environnementale et à des difficultés budgétaires plus ou moins subies (cf. parties 3 et 4), les pays avancés donateurs d'aide font de plus en plus appel au secteur privé pour financer ces besoins, notamment dans le domaine des infrastructures. Or des tensions fortes existent entre les objectifs des décideurs publics, qui doivent notamment chercher à développer les secteurs sociaux, et ceux des investisseurs à la recherche de rentabilité, souvent forte et rapide. La montée en puissance des acteurs privés dans le financement du développement et de la transition énergétique engendre une mutation de la conduite des politiques publiques de plus en plus basées et jugées sur des critères purement financiers**.

Cependant, plutôt que de mettre en place des réglementations et des cadres contraignants permettant une promotion et un respect des droits économiques et sociaux, les responsables politiques promeuvent le plus souvent la mise en place des conditions d'un environnement favorable et d'incitations pour le secteur privé : partenariats publics privés, garanties publiques pour des financements privés, lancement des obligations vertes, volonté de mettre en place des obligations infrastructure... Ceci entraîne une privatisation des enjeux de développement et le risque d'une affectation déséquilibrée des flux financiers vers des projets conçus pour servir une rentabilité élevée au secteur privé, au détriment du financement de l'amélioration des services essentiels aux populations. Enfin, le développement d'outils comme les obligations vertes et obligations à impact social ou les financements mezzanine dans les politiques des banques de développement font peser le risque d'une exigence de rentabilité financière trop élevée par rapport à la rentabilité économique très souvent modeste des projets d'intérêt général pour lesquels une tarification élevée du service public pour l'utilisateur ou le contribuable n'est ni souhaitable ni possible.

*Le Comité intergouvernemental d'experts sur le financement du développement durable (ICESDF) a estimé que la mise en œuvre des ODD entre 2015 et 2030 nécessiterait « plusieurs milliers de milliards de dollars US » (en rappelant que « l'épargne disponible dans le monde est considérable (autour de 22 trillions de dollars par an), de même que le stock d'actifs financiers (environ 218 trillions de dollars) », http://www.un.org/fga/search/view_doc.asp?symbol=A/69/315&Lang=F

** voir Mondes en développement, vol. 45, 2017/2, n°178, dossier « Financement ou financiarisation du développement ? » <https://www.cairn.info/revue-mondes-en-developpement-2017-2.htm> ; notamment l'article introductif de ce dossier de Jean-Jacques Gabas, Vincent Ribier et Michel Vernières, « Financement ou financiarisation du développement ? Une question en débat », https://www.cairn.info/load_pdf.php?ID_ARTICLE=MED_178_0007

¹⁰ Voir les analyses faites par Eurodad, notamment « World Bank and IMF conditionality : a development injustice », juin 2006, <http://www.eurodad.org/files/pdf/454-world-bank-and-imf-conditionality-a-development-injustice.pdf> ; et « Progress on IMF conditionality? », novembre 2012, <http://www.eurodad.org/files/pdf/528e3326ba624.pdf>

5.2 LA CRISE FINANCIÈRE DE 2008 A FORTEMENT AFFECTÉ LES PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT

La crise financière de 2008 a déclenché une crise économique majeure qui a aussi affecté les pays émergents et en développement. Elle a en effet entraîné une hausse importante du chômage dans le monde entier. En 2015, le nombre total de chômeurs était estimé à 197,1 millions, plus de 27 millions de plus qu'avant la crise, et c'est dans les pays émergents et en développement que l'augmentation a été la plus forte¹¹.

L'arrêt des commandes des entreprises donneuses d'ordre du Nord, par exemple, y fait en effet augmenter immédiatement le chômage et la pauvreté, alors que dans les pays avancés l'effet est moindre et moins rapide. Ainsi, à la suite de la crise, les pays émergents et en développement ont connu globalement une baisse non seulement de leur production et de leurs exportations, mais aussi des capitaux rapatriés par les membres des familles

Le nombre de personnes vivant dans les pays en développement avec moins de 2 dollars par jour a augmenté de 120 millions dans les mois qui ont suivi la crise .

qui travaillent dans des pays du Nord (moins 6 % entre 2008 et 2009¹²), ainsi que des investissements directs étrangers (moins 24 % entre 2008 et 2009¹³). On constate que le taux annuel de croissance du PIB par habitant dans les pays les moins avancés est passé de 4,7 % sur la période 2005-2009 à 2,1 % entre 2010 et 2014¹⁴. L'Institute for Public Policy Research¹⁵ a ainsi estimé que le nombre de personnes vivant dans les pays en développement avec moins de 2 dollars par jour a augmenté de 120 millions dans les mois qui ont suivi la crise et qu'en 2010, la production (produit intérieur brut) de ces pays était inférieure de 1 300 milliards de dollars à ce qu'elle aurait été si la crise financière ne s'était pas produite ; enfin, que plus de 100 milliards de dollars de capitaux qui auraient dû être rapatriés des pays avancés ont manqué aux autres pays : un manque à gagner et un ralentissement économique considérables pour ces derniers.

Par ailleurs, dans la plupart de ces pays, les systèmes de protection sociale sont très peu développés ou inexistantes. Or, « avec la crise, on a pu constater que, entre 2008 et 2012, plus de la moitié des pays en développement ont réduit leurs dépenses d'éducation, tandis que deux tiers d'entre eux ont diminué leurs dépenses de santé »¹⁶. Avec un recul de près de dix ans, l'organisation intergouvernementale South Centre montre, dans une analyse de la crise financière¹⁷, que les politiques d'austérité de nombreux pays avancés combinées avec les mécanismes d'aisance monétaire des grandes banques centrales (surtout états-unienne et européenne) n'ont pas permis une reprise économique robuste et ont aggravé la vulnérabilité de nombreux pays émergents et en développement largement dépendants des marchés extérieurs (financiers, biens et services) et des entreprises multinationales.

11 « World Employment Social Outlook, Trends 2016 », p. 2, http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---dcomm/---publ/documents/publication/wcms_443472.pdf

12 Dilip Ratha, Sanket Mohapatra et Ani Silwal, « Outlook for Remittance Flows 2010-11. Remittance flows to developing countries remained resilient in 2009, expected to recover during 2010-11 », *Migration and Development Briefs*, n° 12, avril 2010, Banque mondiale, <http://pubdocs.worldbank.org/pubdocs/publicdoc/2015/10/193511444756850985/MigrationAndDevelopmentBrief12.pdf>

13 « Rapport sur l'investissement dans le monde 2010 », Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement, http://unctad.org/fr/Docs/wir2010overview_fr.pdf

14 Rapport sur les Objectifs de développement durable 2016, Nations unies, New York, 2016, p. 9, https://unstats.un.org/sdgs/report/2016/The%20Sustainable%20Development%20Goals%20Report%202016_French.pdf

15 Tony Dolphin et Laura Chappell, « The Effect of the global financial crisis on emerging and developing economies », Institute for Public Policy Research, septembre 2010, https://www.ippr.org/files/images/media/files/publication/2011/05/Financial%20crisis%20and%20developing%20economies%20Sep%202010_1798.pdf

16 Oxfam International, « À égalité ! », *op. cit.*

17 Yilmaz Akyüz et Vicente Paolo B. Yu III, « The Financial Crisis and the Global South : Impact and Prospects », *Research Paper*, n° 76, mai 2017, https://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2017/05/RP76_The-Financial-Crisis-and-the-Global-South-Impact-and-Prospects_EN-2.pdf

Les transferts d'épargne des migrants s'élevaient à 336 milliards de dollars en 2008, soit environ trois fois plus que l'APD déclarée cette année-là par les pays avancés (112 milliards de dollars, voir <https://data.oecd.org/oda/net-oda.htm>).



Au-delà des conséquences socio-économiques de crises financières survenues dans les pays avancés, les pays émergents et en développement souffrent structurellement de la financiarisation de l'économie mondiale.

5.3 CERTAINS ASPECTS DE LA GLOBALISATION FINANCIÈRE NUISENT STRUCTURELLEMENT AUX PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT

A. LE MANQUE D'ACCÈS AUX DEVICES « FORTES » : FREIN AU DÉVELOPPEMENT ET VULNÉRABILITÉ AUX CHOCS EXTERNES

La finance des pays avancés est globale parce que les monnaies des pays avancés sont des monnaies « fortes »¹⁸. Ces monnaies sont échangeables entre elles sans restrictions : avec des euros, on peut acheter des dollars, des yens ou des livres sterling, sans restrictions ni autorisations. On peut aussi acheter des roubles russes ou des roupies indiennes avec des euros, mais ce n'est pas vrai dans l'autre sens. Le rouble et la roupie sont en effet des monnaies dites « non convertibles » dans le système monétaire international, piloté par le FMI.

Par exemple, un particulier ou une entreprise française implantée en Inde, s'ils détiennent des roupies, doivent demander une autorisation à la Banque centrale indienne pour les convertir en euros. La Banque centrale indienne refusera cette autorisation si elle n'a pas d'euros au moment de la demande. Cette situation se produit même souvent pour beaucoup de pays émergents¹⁹. Comment la Banque centrale indienne peut-elle obtenir des euros ? Elle n'a pas le droit d'en fabriquer, c'est la prérogative exclusive de la BCE. Elle peut en emprunter au FMI ou à la Banque mondiale (avec un taux d'intérêt et des conditions de remboursement), ce qui implique pour elle de s'endetter en devises fortes. Elle peut également utiliser les euros qui proviennent de la vente en euros de produits indiens exportés. Mais l'Inde importe plus qu'elle n'exporte, sa balance commerciale est déficitaire. Et l'Inde peut être hésitante à s'endetter auprès du FMI, car il lui serait difficile de trouver les euros nécessaires au remboursement du prêt. Les particuliers indiens peuvent se procurer des euros pour leurs voyages, mais une entreprise indienne ne peut pas emprunter en euros en Inde, sauf si la Banque centrale l'y autorise, et elle ne l'y autorisera que si l'entreprise génère des recettes en euros à l'exportation qui lui permettent de rembourser le prêt.

Il y a actuellement 18 devises convertibles. Les quelque 180 autres devises du monde sont soumises à des restrictions de change.

La finance mondiale concerne en réalité uniquement les transactions en devises convertibles. Il y en a actuellement 18²⁰. Les quelque 180 autres devises du monde sont soumises à des restrictions de change, et les pays qui les émettent n'ont qu'un accès limité aux ressources de la finance mondiale : ils peuvent emprunter en devises fortes s'ils peuvent rembourser, c'est-à-dire s'ils exportent vers des pays à monnaie forte. Dans les pays dont la convertibilité de la monnaie est limitée, l'es-

¹⁸ Pour être exact, il faudrait écrire ici « convertibles », comme c'est expliqué dans la suite du texte ; « devises fortes » est une approximation à but pédagogique.

¹⁹ Par exemple, la Banque centrale algérienne a plusieurs fois suspendu la convertibilité.

²⁰ Liste des devises actuellement considérées comme convertibles : dollar australien, dinar du Bahreïn, dollar canadien, couronne danoise, euro, dollar de Hong Kong, shilling du Kenya, dinar du Koweït, dollar néo-zélandais, couronne norvégienne, livre sterling, dollar de Singapour, rand sud-africain, riyal d'Arabie saoudite, couronne suédoise, franc suisse, dirham des Émirats arabes unis, dollar US. La décision de convertibilité revient de facto au FMI sur demande de la banque centrale concernée qui doit disposer de réserves en autres devises fortes suffisantes. Voir les explications du FMI qui utilise le concept de monnaie utilisable : « New appendix: frequently asked questions on the characteristics of reserve assets », FMI, juillet 2011, <https://www.imf.org/external/np/sta/fr/IRProcessWeb/pdf/faqapp.pdf>



Le club très privé des devises fortes.

sentiel de la finance est local : les devises fortes, utilisées par les grandes banques multinationales globales, n'ont qu'une place relative dans l'économie du pays.

Cela se reflète dans l'organisation des réseaux bancaires. Des groupes bancaires mondiaux comme Citigroup ou BNP Paribas ont des filiales dans presque tous les pays du monde²¹. Mais, dans les pays à devises inconvertibles, leurs implantations sont peu nombreuses et ne traitent que les transactions en devises²². Ce sont des réseaux bancaires locaux qui rendent les services bancaires aux ménages et aux entreprises. Dans ce cas, les méga banques globales ne contribuent pas au développement de services financiers bénéficiant aux populations car elles se concentrent plus sur les services aux grandes entreprises et aux riches particuliers.

Il existe bien sûr des degrés divers d'accès aux devises fortes pour les pays émergents et en développement. Ceux qui exportent beaucoup vers les pays avancés ont des réserves de devises fortes importantes, et même si leur monnaie est techniquement inconvertible, en pratique les prêts et emprunts en devises fortes sont faciles et abondants. C'est le cas du Chili par exemple, mais surtout de la Chine, qui est le plus gros détenteur de dollars américains du monde ; elle possède deux monnaies, une monnaie interne, le yuan, et une monnaie externe, le renminbi.

Mais pour la plupart des pays émergents et en développement, l'accès restreint aux devises fortes rend à la fois difficiles les investissements d'entreprises non résidentes mais aussi l'expansion d'entreprises locales du fait de surcoûts liés à la méfiance justifiée ou ressentie des partenaires (fournisseurs, banques...).

²¹ Voir, par exemple, le document de référence du groupe BNP Paribas pour 2016, <https://invest.bnpparibas.com/sites/default/files/documents/ddr2016vdef.pdf>, pp. 222-230. Voir la liste des pays d'activité de CitiGroup sur <http://www.citigroup.com/citi/about/countries-and-jurisdictions/>

²² Sauf dans les cas où ces groupes ont acheté un réseau bancaire local.

Les pays qui n'ont pas accès aux devises fortes sont vulnérables à la spéculation monétaire, qui appauvrit les populations.

Comme évoqué en première partie, le taux de change de la monnaie d'un pays a des conséquences directes sur la vie des citoyens. Lorsque la monnaie se déprécie par rapport aux autres devises, le prix des produits importés augmente, mais celui des produits exportés diminue, ils se vendent donc plus facilement. Une monnaie peut se déprécier si elle est créée en abondance dans le pays²³ mais également si elle est « attaquée » par des mouvements spéculatifs en provenance de l'extérieur du pays.

Les devises fortes sont aussi sujettes aux spéculations monétaires, même si celles-ci sont rendues plus difficiles par le fait que les pays avancés ont un accès libre au marché des devises fortes : pour contrer une attaque, il leur suffit généralement d'emprunter²⁴. Pour les pays émergents et en développement, emprunter en devises fortes est beaucoup plus difficile pour les raisons déjà évoquées, et ils sont donc beaucoup plus vulnérables à la spéculation monétaire que les pays avancés.

La Thaïlande, la Malaisie, l'Indonésie, le Mexique, le Brésil, l'Argentine et la Russie ont connu à partir de la fin des années 1990 des crises bancaires et de change qui leur ont fait perdre jusqu'à près de 15 % de leur PIB.

Les dépréciations de monnaies des pays émergents et en développement ont été fréquentes et très importantes depuis que le régime de changes flottants est en place (1973). Parmi les crises des pays les plus impactés sur la période de 1990 à 2010, on peut citer : la Thaïlande, la Malaisie, l'Indonésie, le Mexique, le Brésil, l'Argentine et la Russie. Ces pays ont connu à partir de la fin des années 1990 des crises bancaires et de change qui leur ont fait perdre jusqu'à près de 15 % de leur PIB, c'est le cas de l'Indonésie par exemple²⁵ : un effet globalement bien plus fort que celui de la crise de 1929 sur les États-Unis et l'Europe. Le cours du peso mexicain a par exemple chuté de 50 % entre 1994 et 1995 ; le baht thaïlandais, le rigit malais, la roupie indonésienne et le won sud-coréen ont chuté de 50 % à 70 % en 1997. Le rouble russe a perdu 60 % de sa valeur en 1998²⁶. Il est difficile dans ces conditions de penser que le régime des changes flottants et la libre circulation des capitaux ont été bénéfiques pour ces pays.

La globalisation du système financier n'a donc pas permis l'accès aux devises fortes pour tous, et le régime des changes flottants a eu pour conséquence une grande instabilité monétaire dans les pays émergents, avec divers degrés de vulnérabilité pour le pouvoir d'achat et le niveau de vie des populations.

Dans ces conditions, on doit se demander quels sont les impacts du fonctionnement du système financier global sur le développement des pays émergents et en développement et faire un premier constat : le bénéfice pour la population de la libéralisation des échanges et de la globalisation financière, annoncé notamment par le FMI et la Banque mondiale, n'est pas forcément au rendez-vous.

²³ Si la banque centrale fabrique beaucoup de monnaie, ou si les banques privées créent beaucoup de monnaie en faisant du crédit.

²⁴ Mais cela n'est pas toujours possible : le fonds Quantum de George Soros a provoqué une dévaluation de la livre sterling en 1992 lors d'une attaque de ce type. Voir par exemple Jean-Marie Pottier, « Une crise qui rappelle celle de 1992-1993 », *Challenges*, 11 février 2010, https://www.challenges.fr/monde/commentaire-une-crise-qui-rappelle-celle-de-1992-1993_359398

²⁵ Voir « Le redressement de la crise asiatique et le rôle du FMI », FMI, 2000, <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/ira/062300f.htm>

²⁶ Voir « Les krachs boursiers, une vieille histoire », *Le Monde*, 10 octobre 2008, http://www.lemonde.fr/la-crise-financiere/article/2008/10/10/les-krachs-boursiers-une-vieille-histoire_1105364_1101386.html



Le régime des échanges flottants.

B. LES PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT SOUFFRENT DE LA FUITE DES CAPITAUX

Il y a eu depuis le début des années 2000 une montée lente mais régulière des flux d'investissement des pays avancés vers les pays émergents et en développement, comme le montre le graphique p. 103. Selon l'analyse de South Centre²⁷, ces investissements ont contribué à améliorer progressivement la situation de ces pays

Les flux nets de capitaux vers les pays émergents et en développement sont devenus négatifs.

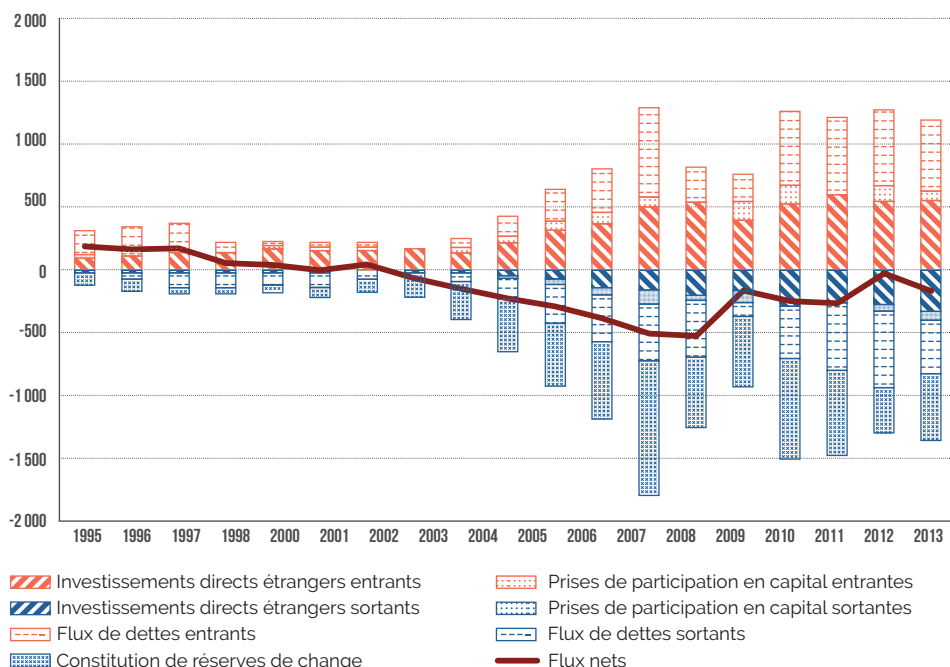
et, par un effet de cercle vertueux, ont attiré encore davantage d'investissements, notamment parce que les prix des matières premières ont été plus avantageux. Mais, à partir du début des années 2000, un autre phénomène s'est manifesté : ces pays se sont mis à exporter des capitaux vers les pays avancés. Cette tendance s'est renforcée, au point que les flux nets de capitaux (entrées moins sorties) vers les pays émergents et en développement sont devenus négatifs.

En effet, les pays émergents et en développement subissent les conséquences de l'absence de contrôle des capitaux qui facilitent le court-termisme et la volatilité des investissements (arrivée et retraits massifs et rapides d'investissements dans une économie, attaques spéculatives sur les monnaies comme décrit plus haut...).

Ainsi, un des facteurs majeurs de cette croissance des flux de capitaux sortant des pays émergents et en développement est la constitution de réserves. Pour se prémunir contre les chocs externes et après les crises financières asiatiques et sud-américaines de la fin des années 1990, de nombreux pays ont fortement augmenté leurs réserves monétaires en

²⁷ « Inequality, Financialization and Stagnation », *South Centre*, Research Paper, n°73, février 2017, p. 26, https://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2017/02/RP73_Inequality-Financialization-and-Stagnation_EN.pdf

FLUX DE CAPITAUX ENTRANTS ET SORTANTS DES PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT DE 1995 À 2013 (MILLIARDS DE DOLLARS)



Source : Internationalization Of Finance And Changing Vulnerabilities In Emerging And Developing Economies, p. 15, Yilmaz Akyüz, South Centre, janvier 2015.

Comentaire du graphique : La balance des flux Nord-Sud s'inverse à partir du début des années 2000, notamment du fait de la constitution de réserves de change des pays émergents et en développement pour se prémunir des attaques spéculatives.

achetant des obligations émises par les pays avancés (la proportion de réserves dans les actifs détenus par des non-résidents a plus que doublé entre 2000 et 2013 pour atteindre près de 45 %) ²⁸. Ces pays se retrouvent contraints d'immobiliser des ressources importantes au détriment des investissements dans leurs économies et des dépenses courantes.

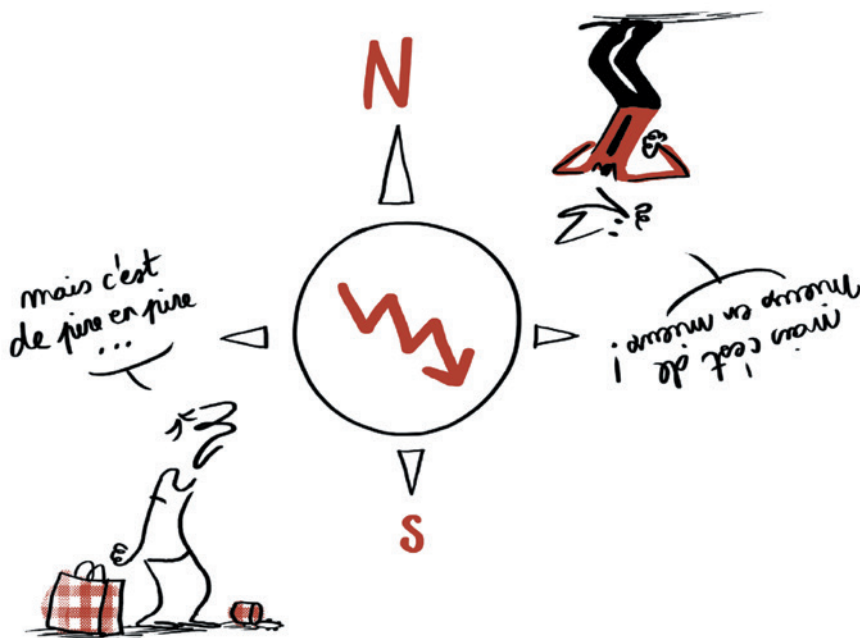
Par ailleurs, après la crise de 2008, du fait des politiques d'aisance quantitative des principales banques centrales, de nombreux investisseurs disposant de liquidités à bon marché ont souscrit des obligations en devises convertibles émises par les entreprises et les gouvernements de pays émergents (alors qu'ils ont des recettes en monnaie locale). Ceci constitue donc une prise de risques élevée de la part de ces agents économiques, d'autant plus si les gouvernements mènent des politiques d'austérité, car la hausse amorcée des taux d'intérêt directeurs des banques centrales des pays avancés entraîne une sortie des capitaux en devises ²⁹.

Cette balance pourrait être encore plus déséquilibrée si l'on prenait en compte les flux illicites de capitaux. Selon le Global Finance Integrity ³⁰, les flux illicites

²⁸ Yilmaz Akyüz, « Internationalization of finance and changing vulnerabilities in emerging and developing economies », South Centre, janvier 2015, https://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2015/01/RP60_Internationalization-of-Finance-and-Changing-Vulnerabilities-in-EDEs-rev_EN.pdf

²⁹ C'est par exemple le cas de l'Argentine dont la Banque Centrale se retrouve contrainte d'augmenter drastiquement ses taux directeurs sans que cela garantisse une maîtrise de la sortie des capitaux en devises. Voir Kavaljit Singh, « Argentina's Peso Crisis, Capital Flows and Financial Fragility in Emerging Markets », Madhyam, New Delhi, 11 mai 2018, <http://www.madhyam.org.in/dont-cry-for-me-argentina-peso-collapse-and-global-financial-fragility/>

³⁰ « Illicit Financial Flows from Developing Countries : 2004- 2013 », Global Financial Integrity, 2015. p. VIII, table X2, http://www.gfintegrity.org/wp-content/uploads/2015/12/IFF-Update_2015-Final-1.pdf



Une finance qui ne perd pas le nord.

sortant des pays émergents et en développement ont plus que doublé entre 2004 et 2013 pour atteindre près de 1 100 milliards de dollars annuels. Plus de 80 % de ces montants sont dus aux manipulations de prix de transfert des entreprises.

Le surendettement affaiblit la capacité des pays en développement à impulser des politiques publiques au bénéfice de leurs populations

La politique des institutions internationales dans les années 1980, dite du consensus de Washington, a poussé les pays émergents et en développement à s'endetter en devises fortes auprès de la Banque mondiale (voir plus haut). Cette politique n'a pas réussi à impulser un développement économique, notamment en Amérique latine et en Afrique. Les taux de croissance de ces pays ont été faibles sur la période 1980-2000, et la part de l'industrie manufacturière y a reculé, car les investissements ont été orientés vers des industries extractives exportatrices de matières premières, sans émergence significative d'une industrie manufacturière propre dans le pays³¹. Pour l'Asie, la situation a été différente : en refusant partiellement l'ouverture totale aux investissements et la baisse des droits de douane prônée par le consensus de Washington, de nombreux pays (Taïwan, la Corée du Sud, la Thaïlande, Singapour...) ont pu s'industrialiser³².

La politique du consensus de Washington a conduit à un niveau élevé d'endettement des pays émergents et en développement : entre 1980 et 1990, le niveau moyen d'endettement extérieur des pays à faible revenu (catégorie Banque mondiale) est passé de 16 à 41 % du

³¹ Voir Dmitri Unzidis, *op. cit.*

³² *Ibid.* ; et « Le miracle de l'Asie de l'Est : croissance économique et politiques publiques », Banque mondiale, 1993, <http://documents.worldbank.org/curated/en/322361469672160172/pdf/123510v20PUB0r00Box371943B00PUBLIC0.pdf>

PNB, celui des pays à moyens revenus de 32 à 40 % de leur PIB³³. Pour beaucoup, cela correspondait au maximum de devises qu'ils pouvaient générer avec leurs exportations ; les institutions internationales ne pouvaient prêter davantage. Dans ces conditions, les pays émergents et en développement ont eu de plus en plus de difficultés à rembourser leurs prêts en devises et n'ont pas pu faire les emprunts supplémentaires qui leur auraient permis d'acquérir des technologies ou des équipements pour construire une économie domestique manufacturière et mener des politiques de développement.

La carte page suivante montre la notation des emprunts en devises de tous les pays du monde par les principales agences de notation, en 2016. Celles-ci indiquent par une échelle de lettres le risque qu'un pays ne puisse pas rembourser sa dette. La meilleure note est AAA, symbolisée par le vert le plus clair sur la carte, la moins bonne est C, qui indique que la dette du pays est en restructuration (c'est le cas de la Grèce, par exemple). À partir de la note Ba1, c'est-à-dire à partir de la couleur orange, les agences considèrent qu'un prêt au pays n'a aucune chance d'être remboursé. Les prêteurs potentiels sont avisés qu'ils feraient ce prêt à leurs risques et périls (la rémunération de tels prêts est très élevée, ils attirent donc les investisseurs qui prennent le plus de risques). La carte montre clairement qu'une grande majorité des pays émergents et en développement se trouvent dans une situation de méfiance de la part des investisseurs.

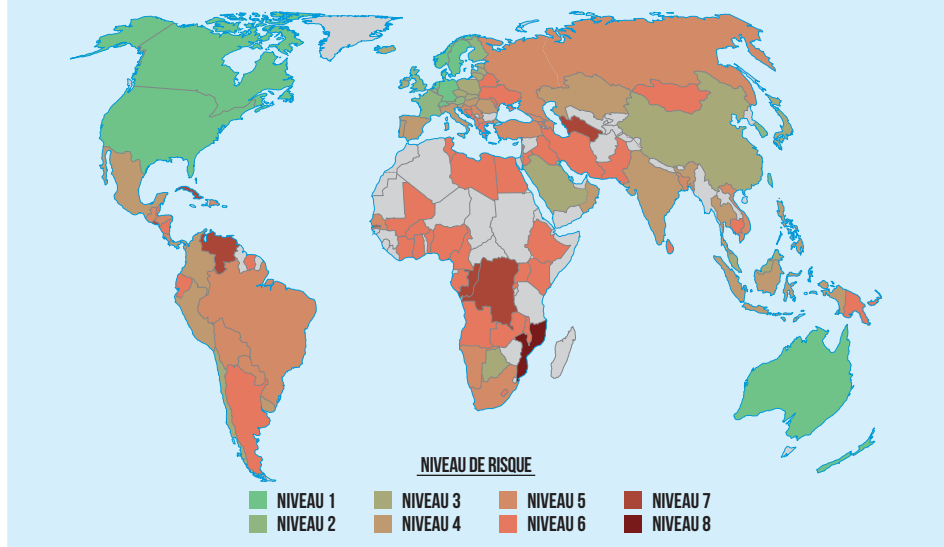
Sans la possibilité d'emprunter sur les marchés de capitaux, souvent endettés au maximum auprès de la Banque mondiale, et avec des devises dans certains cas canalisées vers les pays avancés, ces pays émergents et en développement ne peuvent réaliser les investissements en devises qui leur permettraient d'impulser des politiques publiques ambitieuses. Ils sont condamnés à investir de manière endogène, avec leur propre monnaie, alors qu'ils n'ont souvent pas de système de collecte d'épargne qui leur permette de la canaliser vers des financements d'équipement. Mais surtout, une grande partie des technologies nécessaires ne peut s'acquérir qu'en devises.

C'est le cas en particulier pour l'Afrique, par exemple autour des enjeux d'investissement dans des modes de développement durable pour faire face aux immenses défis de sécurité alimentaire et d'accès à l'énergie. Le continent africain possède un potentiel immense en ressources énergétiques renouvelables, mais celui-ci reste largement sous exploité avec une exploitation de ces énergies de seulement 25 % à 30 % de la capacité installée selon le Programme des Nations unies pour l'environnement (Pnue) et l'Union africaine³⁴. Les investissements annuels nécessaires devraient être de 60 à 90 milliards de dollars d'ici 2030, soit quatre fois le montant investi en 2014 et malgré l'existence de programmes d'appui lancés par les organismes de développement, et ce alors que les deux tiers de la population d'Afrique subsaharienne n'ont pas accès à l'électricité. Outre des défis politiques et technologiques, le Pnue et l'Union africaine pointent la nécessité d'investissements massifs, notamment dans les infrastructures de transmission et de distribution d'énergie, mais aussi le besoin de mettre en place des systèmes de financement locaux innovants afin de permettre aux populations de se doter d'équipements solaires familiaux, par exemple.

³³ Source Rapports annuels de la Banque mondiale, <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/2127>

³⁴ « L'énergie comme catalyseur pour atteindre les objectifs de développement durable et mettre en œuvre l'Agenda 2063 en Afrique », Pnue-Union africaine, mai 2017, <https://wedocs.unep.org/bitstream/handle/20.500.11822/20938/AMCEN16EGM4F.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Notation des dettes souveraines : la méfiance des marchés financiers pour les pays émergents et en développement



Source : Données compilées à partir de [Countryeconomy.com](https://countryeconomy.com/ratings) regroupant les notes fixées par les principales agences de notation financière, voir <https://countryeconomy.com/ratings>

Commentaire : A partir de la couleur (5), les PEED n'attirent que majoritairement les investisseurs les plus spéculatifs car les agences considèrent qu'un prêt à un de ces pays n'a aucune chance d'être remboursé. Les prêteurs potentiels sont avisés qu'ils feraient ce prêt à leurs risques et périls (la rémunération de tels prêts est très élevée, ils attirent donc les investisseurs qui prennent le plus de risques).

Or ces investissements massifs restent limités du fait notamment de l'accès difficile aux devises fortes et de la possibilité à la fois d'attirer des investissements extérieurs et de permettre l'émergence de systèmes financiers locaux.

Face à l'incapacité du système financier à approvisionner les pays émergents et en développement de manière suffisante en devises fortes, qu'en est-il de leurs ressources propres ? Dans quelle mesure les politiques à mettre en place face aux défis actuels et futurs (comme la lutte contre les changements climatiques) peuvent-elles être aussi financées par les pays émergents et en développement ? Quel est le rôle de la finance à l'intérieur des pays émergents ?

C. LES PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT MANQUENT DE SYSTÈMES FINANCIERS INTERNES QUI LEUR PERMETTRAIENT DE CANALISER L'ÉPARGNE VERS DES PROJETS D'INVESTISSEMENT

Des infrastructures pour un développement durable

Le développement nécessite l'équipement d'un pays en infrastructures. L'accès à l'électricité ou à l'eau potable nécessite la construction d'unités de production ou de traitement et de distribution. L'économiste anglais Nicholas Stern³⁵, entre autres, a

³⁵ Voir <http://newclimateconomy.net/> ou l'ouvrage collectif « *La nouvelle économie climatique. Une meilleure croissance, un meilleur climat* », Les petits matins, 2015.



La relance économique des pays en développement.

montré que le développement socio-économique n'est pas incompatible avec la lutte contre les changements climatiques, et qu'il est possible de construire dans les pays émergents et en développement des infrastructures qui leur permettent un développement économique soutenable, avec cependant une économie fort différente de celle des pays avancés, notamment en termes de pratiques agricoles et de mode d'urbanisation.

Par rapport au rythme actuel d'investissement, la CnuCED³⁶ a estimé en 2014 que les pays émergents et en développement feraient face à un déficit d'investissement dans les infrastructures (électricité et énergies renouvelables, transports et télécommunications, eau et assainissement, santé et éducation) de 2 500 milliards de dollars par an³⁷ pour atteindre les Objectifs du développement durable fixés pour la période 2015-2030. Même en cas de croissance économique forte sur cette période (hypothèse peu probable au vu de la situation actuelle), si de nombreux pays, notamment les émergents, pouvaient satisfaire ce besoin d'investissement, les pays les moins avancés feraient toujours face à un déficit d'investissement annuel de 1 600 milliards de dollars.

L'absence de support d'épargne, un frein à la mise en place de politiques publiques de long terme

Dans les pays émergents et en développement, il y a en général peu de systèmes de retraite et les systèmes de protection sociale sont embryonnaires, lorsqu'ils existent. Même en Chine, qui a pourtant déjà construit d'importantes infrastructures, on ne trouve pas de sources de financement à plus de dix ans. C'est le budget de l'État qui prend en charge directement le financement des infrastructures lourdes.

³⁶ « Rapport sur l'investissement dans le monde 2014. L'investissement au service des ODD : un plan d'action », http://unctad.org/fr/PublicationsLibrary/wir2014_overview_fr.pdf

³⁷ La CnuCED estime les besoins annuels à 3,9 milliards et l'investissement effectif à 1,4 milliard de dollars.

Des capitaux longs pour les infrastructures

Dans les pays avancés, les équipements en infrastructures (réseaux ferrés, par exemple) ont, historiquement, et plus particulièrement depuis le XIX^e siècle, été financés par des emprunts d'État auxquels souscrivait la bourgeoisie riche, car ils étaient très onéreux, mais aussi trop risqués pour être financés par des entreprises.

L'existence de supports d'épargne de long terme et garantis a permis l'émergence dans les économies des pays avancés de capitaux investis sur de longues périodes : les capitaux collectés auprès des salariés et employeurs et qui leur sont reversés à leur retraite sont pendant ce temps investis, soit par l'État, soit par des fonds de pension privés, selon les pays, sur toute la durée d'une vie professionnelle. Les compagnies d'assurances doivent aussi assurer le paiement des prestations sur le long terme, et notamment en assurance-vie. Ces capitaux de long terme ont permis de financer les infrastructures sur une longue durée. Par exemple, les autoroutes françaises ont été financées avec des emprunts à quarante, cinquante, parfois soixante ans*. Plus l'emprunt est de longue durée, moins les charges de remboursement annuelles sont élevées. Le fait de disposer de ressources de financement sur la durée permet à la collectivité d'étaler la charge de construction des infrastructures dans le temps. C'est indispensable au vu de l'importance des montants à mobiliser.

* L'autoroute A28 Rouen-Alençon ouverte en 2005 est, par exemple, financée par un emprunt à soixante ans.

La mise en place de programmes ambitieux de la part des organisations de coopération et des investissements privés ne peut malgré tout pas suffire à couvrir l'ensemble des besoins. Ceci est principalement dû au système monétaire « à deux vitesses » et au surendettement de ces pays en devises (voir plus haut). Outre la question du transfert de technologie, qui est cruciale dans beaucoup de domaines (et qui dépasse les enjeux financiers), les pays émergents et en développement ont besoin de mettre en place des circuits de financement longs dans leurs économies, à la fois pour étaler le coût des investissements dans le temps et pour fournir à leurs citoyens un support d'épargne à long terme pour leurs vieux jours. Enfin et surtout, disposer de ressources propres et maîtrisées permettrait à ces pays de pouvoir eux-mêmes définir leurs politiques publiques sans dépendre trop fortement des institutions financières internationales³⁸.

Même s'il y a plusieurs raisons à la fuite des capitaux du Sud vers le Nord (évasion fiscale, blanchiment, attirance des rendements élevés des marchés financiers du Nord...), l'absence de supports de placements longs dans les pays en développement est un défi majeur pour ces pays. Si un citoyen d'un pays en développement veut mettre du capital de côté pour sa retraite ou pour le transmettre à ses enfants, il est fréquent qu'il n'ait aucun support d'épargne disponible dans son pays. Et les supports physiques (immobiliers, entreprises, fonciers) de son propre pays peuvent lui apparaître moins attractifs si ce pays est peu développé. Mais s'il choisit de faire sortir ces capitaux de son pays pour les placer dans ceux du Nord, il contribue à ralentir le développement, car il retarde le moment où le pays pourra faire les

³⁸ Cela nécessite le renforcement de l'État de droit et de la redevabilité des dirigeants politiques envers leurs citoyens. Le Secours Catholique – Caritas France participe à de nombreuses dynamiques pour répondre à ces enjeux. Voir « De la transparence des industries extractives à la lutte pour la justice fiscale. Pistes pour une utilisation locale des données financières des entreprises et des États », Secours Catholique – Caritas France, janvier 2017, pp. 47 et suivantes, http://www.secours-catholique.org/sites/scinternet/files/publications/recueil_transp_multinationales_fr.pdf. Voir également les actions menées au sein de la campagne « Tourmons la page, pour l'alternance démocratique en Afrique », <http://tourmonslapage.com>

investissements en infrastructures nécessaires. Ainsi, la délocalisation de l'épargne des pays du Sud est un produit du faible développement et contribue à le maintenir.

Ce ne sont donc pas seulement des devises fortes qui manquent aux pays émergents et en développement, mais aussi des systèmes financiers en monnaie locale solides et suffisants, capables de canaliser l'épargne des populations vers l'investissement de long terme. On pourrait dire que la globalisation financière a abouti à trop de finance au Nord, et pas assez au Sud.

La finance n'est pour autant pas totalement absente des pays émergents et en développement. Mais elle y est présente non par les systèmes financiers mais par le canal des groupes industriels multinationaux qui, à la faveur de la globalisation financière, y ont prospéré le plus souvent au détriment des populations.

D. LES FILIÈRES DE MATIÈRES PREMIÈRES SONT DOMINÉES PAR DES GROUPES MULTINATIONAUX QUI CAPTENT UNE PARTIE IMPORTANTE DE LA VALEUR AU DÉTRIMENT DES POPULATIONS DES PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT

L'émergence de multinationales intégrées

L'ouverture des marchés de capitaux a participé à l'émergence des grandes entreprises multinationales. Cela a notamment permis à des groupes industriels du Nord d'intégrer mondialement les filières d'approvisionnement (engrais, énergie), de production (terres et capacités de stockage) et de transformation des matières premières agricoles et énergétiques. Pour les matières premières agricoles, le marché est dominé par quatre grandes firmes agroalimentaires, les ABCD (Archer, Bunge, Cargill et Louis Dreyfus)³⁹ : en 2003, ces quatre firmes contrôlaient 73 % du commerce mondial des céréales⁴⁰. Cargill, par exemple, est un groupe mondial qui a réalisé un chiffre d'affaires de 110 milliards de dollars en 2017. On peut également citer le groupe mondial Glencore, diversifié dans l'agriculture, les minerais et l'énergie (plus de 200 milliards de dollars de chiffre d'affaires en 2017⁴¹) ou, plus spécialisés dans les matières pétrolières, Trafigura⁴² (98 milliards de dollars de chiffre d'affaires en 2016) et Gunvor⁴³ (47 milliards de dollars de chiffre d'affaires en 2016).

En 2003, quatre grandes firmes agroalimentaires contrôlaient 73 % du commerce mondial des céréales

La financiarisation impacte la formation des prix

Les grands groupes spécialisés dans les matières premières agricoles et énergétiques ont souvent des positions dominantes (*market leader*) sur les marchés sur lesquels ils opèrent. Ces positions passent par les volumes physiques qu'ils traitent, mais aussi par leur niveau d'activité dans les marchés de produits dérivés sur le cours des matières premières. L'une des conséquences majeures de la financiarisation des économies avancées est que le prix des matières premières n'est plus déterminé par l'offre et la demande du

39 Sophia Murphy et David Burch. « Cereal Secrets, The world's largest grain traders and global agriculture », Oxfam International, août 2012, <https://www.oxfam.org/sites/www.oxfam.org/files/r-cereal-secrets-grain-traders-agriculture-30082012-en.pdf>

40 *Ibid.*, p. 9, sur la base de « Australian Wheat Board (non daté) », Global Wheat Trends, AWB, Melbourne.

41 Voir le rapport annuel 2017 du groupe, p. 122, <http://www.glencore.com/dam/jcr:doc11311-5076-44b6-af40-dec29142d663/glen-2017-annual-report.pdf>

42 Voir le rapport annuel 2016 du groupe : <https://www.trafigura.com/media/4136/2016-trafigura-annual-report.pdf>

43 Voir le site du groupe : <https://gunvorgroup.com/en/>



Quelques multinationales finissent par tout contrôler.

produit lui-même, mais par l'offre et la demande des produits financiers dérivés sur le cours des matières premières, qui sont en ordre de grandeur dix fois plus importants en volume (voir partie 1). Les activités sur les marchés financiers peuvent représenter une part significative des activités de certains de ces groupes⁴⁴. Cette part pourrait avoir tendance à augmenter de nombreux services trading de banques d'investissement étant rachetés par des grandes compagnies de négoce de matières premières⁴⁵. Ces activités financières leur permettent d'avoir un impact sur le niveau des prix, beaucoup plus que des personnes ou sociétés seulement productrices ne peuvent le faire.

De plus, la partie industrielle des groupes spécialisés dans les matières premières agricoles et énergétiques a souvent intégré les chaînes de production et de distribution⁴⁶. Dans ce cas, ils peuvent gérer les prix des matières premières, mais aussi le prix final pour le consommateur. Ces groupes, en ayant intégré la filière de production du producteur au consommateur, et en influençant le cours des matières premières sur les marchés financiers, captent l'essentiel de la valeur des chaînes énergétiques et alimentaires qu'ils contrôlent. Cette valeur est issue d'activités menées dans des pays émergents et en développement, le plus souvent au détriment des populations de ces pays, notamment des pays les moins avancés. Olivier de Schutter, alors rapporteur spécial des Nations unies pour le droit à l'alimentation⁴⁷, rappelait dès 2010 que ces pays étaient les plus affectés par la volatilité des prix des produits agricoles, volatilité essentiellement due aux acteurs spéculatifs.

44 Voir par exemple, 'Le pétrole, un exemple de matière première dont la volatilité du prix a des conséquences majeures pour les pays du Sud', Gaël Giraud, Chef économiste de l'Agence Française de Développement, vidéo (à partir de 3'45'') mise en ligne par l'AFD sur <https://www.youtube.com/watch?v=Jf6Ty6-NHrA>, Voir aussi Oxfam « Cereal Secrets », *op.cit.*, p 28.

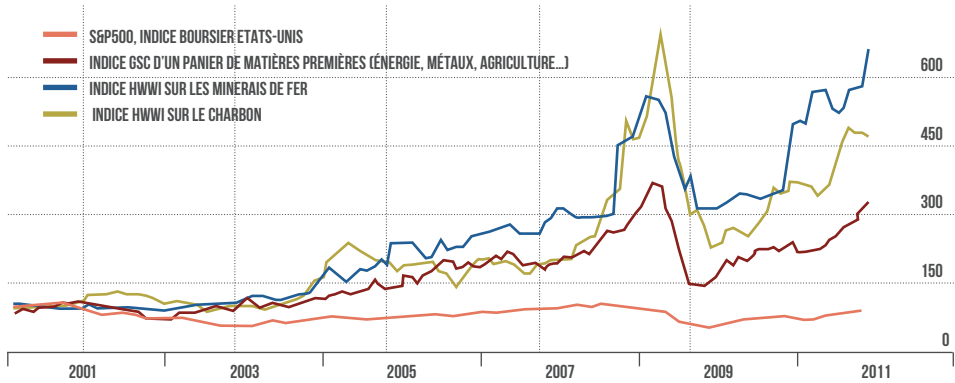
45 Voir Myriam Vander Stichele, SOMO, « Will MEPs stand up for financial stability over speculation? », Euractiv, 13 février 2017, <https://www.euractiv.com/section/agriculture-food/opinion/will-meps-stand-up-for-financial-stability-over-speculation/>

46 Voir Oxfam « Cereal Secrets », *op.cit.*, p 8.

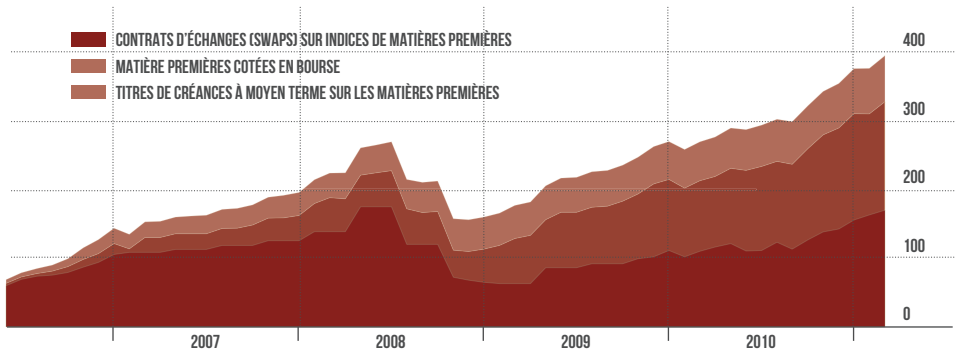
47 Voir Olivier de Schutter, rapporteur spécial pour le droit à l'alimentation « Spéculation agricole et flambée des prix alimentaires. Réguler pour réduire les risques de volatilité », note d'information n° 2, septembre 2010, http://www.srfood.org/images/stories/pdf/otherdocuments/20100923_briefing_note_02_fr_ok.pdf

ÉVOLUTION DU COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES COMPARÉ AUX VOLUMES DE PRODUITS DÉRIVÉS ÉCHANGÉS SUR LES MATIÈRES PREMIÈRES

ÉVOLUTION COMPARÉE DES PRIX DE MATIÈRES PREMIÈRES ET DE LA VALEUR DES GRANDES ENTREPRISES (2000-2011 - BASE 100 : 2000)



ÉVOLUTION DES PRODUITS FINANCIERS LIÉS AUX MATIÈRES PREMIÈRES (2006 – 2010, EN MILLIARDS DE DOLLARS)



Source : Rapport Annuel BRI, 2011, p. 57, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2011e.pdf>

Commentaire de ces graphiques : Du fait des politiques d'aisance monétaire, le marché de produits financiers liés aux matières premières s'est fortement développé après la crise de 2008 (schéma du bas) et cela affecte les cours des matières premières qui deviennent très volatiles, bien plus que les cours des principales entreprises cotées aux Etats-Unis (schéma du haut)

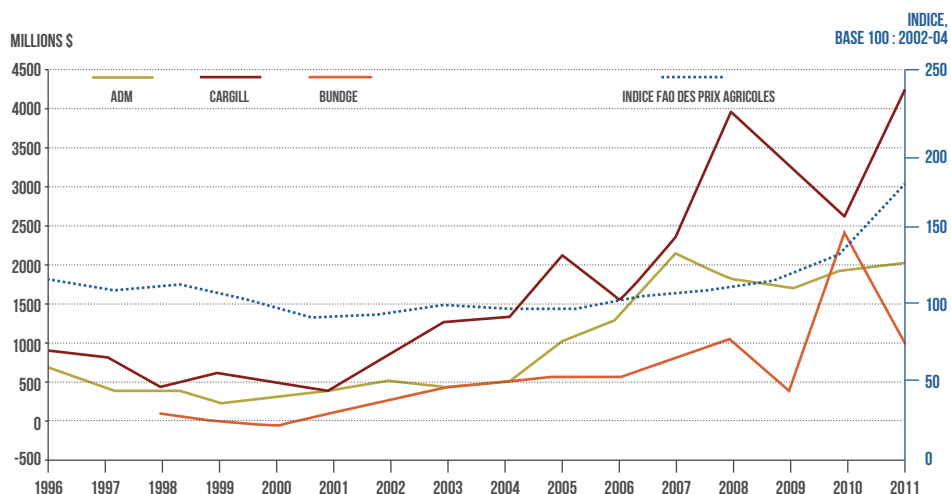
Les conséquences de cette organisation des marchés de matières premières, notamment agricoles, sont nombreuses pour les petits producteurs, particulièrement en ce qui concerne l'accès à la terre (de nombreux groupes ou fonds d'investissement acquièrent des surfaces importantes) ou les débouchés commerciaux (la concentration, autour de grands groupes, des activités de commercialisation et de distribution entraîne une dépendance des petits producteurs vis-à-vis des exigences de prix fixés par les conditions de marchés découlant du très important volume d'activités de ces acteurs dominants)⁴⁸.

L'imprévisibilité des prix rend les États et les populations vulnérables

Les fortes variations de prix des matières premières empêchent les exportateurs des pays émergents et en développement de prévoir les cours, et donc d'investir et de se développer. Elle les rend également fragiles en tant qu'emprunteurs. Les variations aléatoires des prix

48 Voir Oxfam, « Cereal Secret », *op. cit.*, p. 48 et suivantes.

**EVOLUTION COMPARÉE DES PROFITS DE 3 GRANDES FIRMES AGROALIMENTAIRES (ÉCHELLE GAUCHE)
ET DE L'INDICE DES PRIX AGRICOLES (ÉCHELLE DROITE) DE 1996 À 2011**



Source : Rapport « Cereal Secrets, The world's largest grain traders and global agriculture », Oxfam International, août 2012, p.23 <https://www.oxfam.org/sites/www.oxfam.org/files/rr-cereal-secrets-grain-traders-agriculture-30082012-en.pdf>

Commentaire de ce graphique : L'évolution des profits des groupes agroalimentaires est déconnectée de l'évolution des prix agricoles.

des marchés internationaux sont souvent répercutées sur les producteurs locaux, entraînant une instabilité préjudiciable aux économies peu manufacturières. Les exemples récents de pays émergents et en développement profondément déstabilisés par des variations de cours sont nombreux avec la chute du prix du pétrole entre 2014 et 2016, mais aussi avec le sucre (émeutes de la faim en Égypte en 2009) ou le riz (flambée des prix en Inde en 2013)⁴⁹. Les prix des matières premières alimentaires ont pour la plupart fortement augmenté depuis les années 2000, mais ont été aussi très instables, ce qui contredit l'affirmation que les produits dérivés seraient un outil de stabilisation des cours.

Pour les matières premières agricoles, on observe une hausse des prix alimentaires depuis 2000, parallèle à une augmentation et une volatilité des profits des grands groupes agroalimentaires.

On peut donc dire que la financiarisation (émergence des produits dérivés) et la globalisation (ouverture des frontières aux mouvements de capitaux) ont favorisé la constitution de grands groupes internationaux intégrant les filières de production de matières premières et la transformation industrielle, notamment des ressources agricoles et énergétiques, dont les activités ne bénéficient pas aux populations des pays en développement où ces groupes opèrent⁵⁰.

49 Voir « Dix ans après les émeutes de la faim - La faim justifie les moyens ! », CCFD-Terre Solidaire, octobre 2017, pp. 21 et suivantes, <https://ccfd-terresolidaire.org/IMG/pdf/ccfd-rapport-10ans-emeutes-de-la-faim.pdf>

50 Voir Oxfam, « Cereal Secrets », *op.cit.*



Les pays en développement absents des instances qui élaborent les règles.

5.4 LES PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT SONT MAL REPRÉSENTÉS DANS LES ORGANES DE RÉGULATION DE LA FINANCE INTERNATIONALE

Directement impactés par la financiarisation et les problématiques monétaires internationales, les pays émergents et en développement sont pourtant sous-représentés dans les instances où se fixent les règles et les politiques sur ces enjeux.

Les réglementations bancaires et financières sont élaborées en grande partie au sein des institutions bâloises (Conseil de stabilité financière, Banque des règlements internationaux...) qui regroupent les banquiers centraux et les gouvernements des pays abritant les places financières les plus importantes. Comme le note Eurodad dans l'un de ses rapports, « *le CSF exclut une large majorité d'États membres de l'ONU, alors qu'il inclut plusieurs petites juridictions qui sont au cœur des problèmes de secret bancaire, comme la Suisse, les Pays-Bas, et Singapour* »⁵¹.

La plupart des pays émergents et en développement ne peuvent donc pas faire part de leurs attentes et de leurs demandes en matière de régulation financière mondiale ni défendre, par conséquent, les mesures nécessaires à la mise en place des systèmes financiers nationaux dont ils ont besoin : émergence de systèmes de collecte d'épargne ou d'un secteur agricole protégé des activités spéculatives, dispositifs pour contrer les attaques monétaires spéculatives, investissements de longue durée...

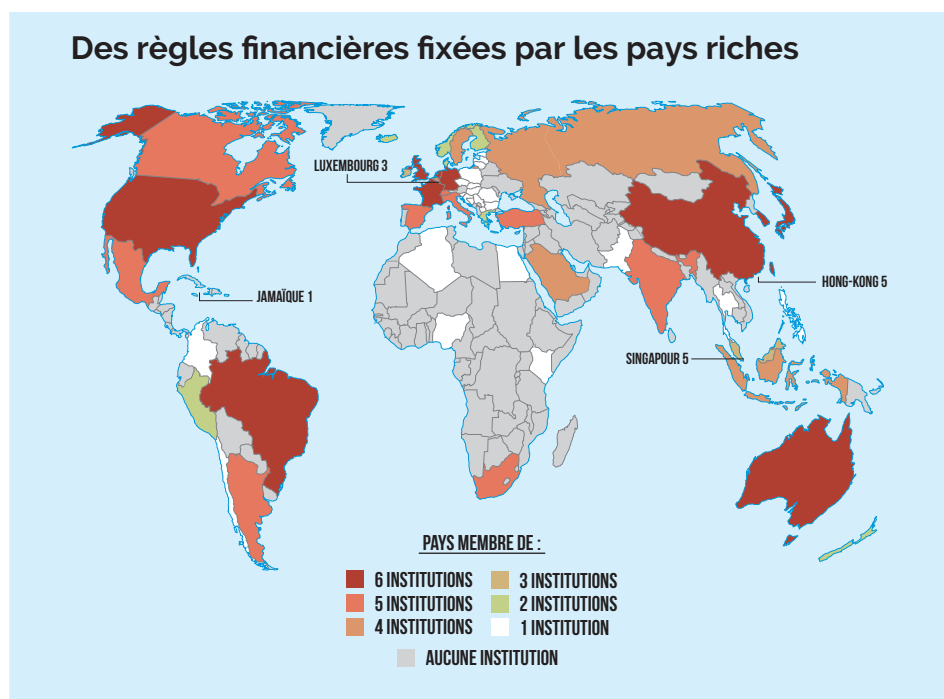
⁵¹ Jesse Griffiths, « Is the global financial and economic system fit to deliver the Sustainable Development Goals ? », Eurodad, octobre 2017, <http://www.eurodad.org/files/pdf/1546835-is-the-global-financial-and-economic-system-fit-to-deliver-the-sustainable-development-goals--1509613918.pdf>

Ce phénomène se retrouve pour la plupart des enjeux économiques et financiers

Les questions liées aux dettes publiques et les mécanismes de désendettement sont en effet traités au niveau du FMI qui abrite la plupart des pays mais dont le système de décision est basé sur les quotes-parts de chaque pays en fonction de sa richesse. Ces questions sont aussi traitées au sein du Club de Paris, où seuls les pays créanciers peuvent prendre des décisions.

En ce qui concerne les enjeux de fiscalité, c'est l'OCDE, instance regroupant les 34 pays les plus avancés, qui élabore les standards internationaux comme le plan d'action BEPS sur les pratiques d'évasion fiscale des multinationales⁵².

La Financial Transparency Coalition a étudié la composition de six instances financières internationales et montré que les pays avancés représentaient 61 % de ses membres alors qu'aucun des pays les plus pauvres n'y participait⁵³.



Source : « Who makes the rules on Illicit Financial Flows ? », Financial Transparency Coalition, février 2017, <https://financialtransparency.org/reports/who-makes-the-rules/>

Commentaire : Pays classés selon leur nombre d'adhésions à six institutions financières internationales (GAFI, BRI, CBCB, CSF, IASB et membres du conseil de l'OICV). 61% de pays avancés, seulement 10% de pays à revenu intermédiaire inférieur et aucun pays à revenu faible dans ces instances.

⁵² Voir Secours Catholique – Caritas France « De la transparence ... », *op. cit.*, pp. 47 et suivantes, http://www.secours-catholique.org/sites/scinter-net/files/publications/recueil_transp_multinationales_fr.pdf

⁵³ « Who makes the rules on Illicit Financial Flows ? », Financial Transparency Coalition, février 2017, <https://financialtransparency.org/reports/who-makes-the-rules/> Les six institutions financières sont : Groupe d'action financière (GAFI), Banque des règlements internationaux (BRI), Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB), Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board ou FSB), Conseil des normes comptables internationales (International Accounting Standards Board ou IASB), Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV, International Organization of Securities Commissions, IOSCO).

5

SYNTHÈSE

L'évolution du système financier depuis quatre décennies n'a globalement pas été bénéfique pour les pays en développement. Ceux-ci manquent généralement de devises fortes dont ils auraient besoin pour mener des politiques publiques ambitieuses. Si la pauvreté a reculé depuis 1990 dans les pays émergents et en développement, elle est encore très présente. Les inégalités entre pays augmentent et les PED ne rattraperont pas les pays avancés en termes de pouvoir d'achat avant au mieux deux générations si le système et les conditions économiques actuels restent inchangés. Le système financier actuel favorise la remontée des flux de capitaux des pays émergents et en développement vers les pays avancés, au détriment de l'investissement local. Il n'apporte aucune solution au manque de systèmes locaux qui permettent de canaliser l'épargne locale vers les infrastructures nécessaires au développement durable de ces derniers. Il a aussi favorisé le surendettement en devises de ces pays qui absorbe leurs ressources en devises au détriment des acquisitions de technologies et d'équipement qui leur permettraient de mener des politiques publiques à la hauteur des enjeux actuels et futurs. Enfin, la globalisation et la financiarisation des marchés de matières premières ont permis à des multinationales intégrées de se constituer et de capter une grande partie de la valeur des filières agroalimentaires et énergétiques au détriment des États et des populations locales.

Cette situation est particulièrement inacceptable au regard des besoins d'investissement des pays émergents et en développement pour financer la nécessaire transition énergétique et écologique. Le système financier, dans son fonctionnement actuel, pose des obstacles et n'apporte pas de solution, d'autant moins que ces pays sont quasiment absents des instances qui élaborent les règles financières internationales et impulsent les orientations politiques.

Stabiliser le système financier dans les pays avancés ne serait pas sans conséquence sur les pays émergents et en développement. Si les rendements financiers étaient moins élevés dans les économies avancées, les capitaux du Sud seraient en effet plus enclins à s'investir sur place. Par exemple dans le secteur des énergies renouvelables dans les pays émergents et en développement, qui est une opportunité pour localiser une filière énergétique autonome. La stabilisation des marchés de produits dérivés, en réduisant la volatilité des cours des matières premières, redonnerait des marges de manœuvre aux pays en développement pour pouvoir investir dans le futur.

6

COMMENT REMETTRE LA FINANCE AU SERVICE DE L'INTÉRÊT GÉNÉRAL ? LES MESURES PROPOSÉES

Remédier à la dérégulation de la finance, à son hypertrophie et à ses impacts négatifs pour l'intérêt général est possible, en revoyant les règles du jeu plutôt qu'en aménageant l'existant. L'ensemble des propositions peut donc se résumer en un seul mot : encadrer. Les propositions de mesures s'articulent autour d'une vision de long terme forte et ambitieuse et d'un séquençage progressif. Ces propositions visent à amorcer un débat large pour remettre la finance au service de l'intérêt général. Il est à la fois nécessaire de faciliter l'appropriation citoyenne de ces enjeux et de pouvoir dialoguer avec les acteurs du monde financier et ceux chargés d'élaborer les réglementations et de veiller à leur application.

LE DIAGNOSTIC : EN QUOI LE FONCTIONNEMENT ACTUEL DE LA FINANCE NUIT À L'INTÉRÊT GÉNÉRAL

Les principaux points du diagnostic ayant été abordés dans ce rapport sont les suivants :

- ▶ Le système monétaire est instable depuis l'instauration d'un régime de changes flottants en 1973.
- ▶ Depuis les années 1980, l'instabilité des changes mais aussi la libéralisation des mouvements de capitaux ont permis l'émergence de produits financiers nouveaux : les produits dérivés. Leurs rendements élevés attirent l'épargne au détriment des investissements dans l'économie non financière et amplifient les variations des cours des matières premières et des devises, les rendant encore plus imprévisibles, ce qui nuit aux consommateurs, aux producteurs et à la conduite des politiques publiques.
- ▶ La réglementation bancaire a visé à mieux sécuriser les banques par rapport à l'apparition de ces nouveaux risques d'instabilité et non à protéger l'ensemble de l'économie. Elle a par ailleurs engendré l'émergence d'un vaste secteur financier dérégulé, le « secteur bancaire parallèle » (ou *shadow banking*), où opèrent les fonds d'investissement spéculatifs. Enfin, cette réglementation a sous-estimé les risques de crises globales, dites crises systémiques, comme celle de 2008.
- ▶ Les activités de crédit ont été dérégulées dans les économies avancées à partir de la fin des années 1960, et ce phénomène, combiné à la libre circulation des capitaux, a conduit à la constitution de géants bancaires mondiaux, qui sont sous-capitalisés mais « *trop gros pour qu'on les laisse faire faillite* » (*too big to fail*). De plus, principalement dans les pays avancés, le crédit libéralisé s'est orienté de manière excessive vers l'immobilier urbain ancien et vers la finance parallèle, ce qui aggrave la pauvreté et les inégalités.
- ▶ La spéculation immobilière a déclenché la crise de 2008, qui a montré les ravages que la finance dérégulée et globalisée pouvait causer à l'économie non financière, puisque la crise économique ainsi déclenchée n'est pas encore surmontée dix ans après.
- ▶ La mise en marché de la dette des États, tant au Nord qu'au Sud, a conduit à une situation de surendettement des États qui les rend moins aptes à financer les besoins

sociaux augmentés par les crises : dépenses de protection sociale accrues face à la crise économique, besoins d'investissements face à la crise climatique et besoins de développement des pays du Sud.

Les propositions : comment encadrer la finance au bénéfice de la collectivité

Remédier à la dérégulation de la finance, à son hypertrophie et à sa nocivité pour l'intérêt général est possible. L'ensemble de nos propositions peut se résumer en un seul mot : encadrer. La création monétaire et l'allocation du crédit sont des activités d'intérêt général. Or les réglementations qui existent, souvent développées au cours des quarante dernières années, ne sont pas efficaces pour protéger l'intérêt général des excès de la finance dérégulée. Pour preuve, ces derniers perdurent dix ans après la crise : volatilité des cours des matières premières et des devises, bulles immobilières dans les villes, surendettement des États et du secteur privé. Une partie du secteur financier lui-même, notamment les investisseurs de long terme qui manquent de possibilités pour alimenter leur portefeuille en actifs de long terme, dénonce l'insoutenabilité du système financier actuel¹.

Un des objectifs des propositions présentées est d'amorcer un débat large pour remettre la finance au service de l'intérêt général. Les changements visés sont ambitieux



Sevrer le système financier.

¹ Voir, par exemple, Paulina Pielichata, « Foreign-exchange risk suddenly haunting European funds », *Pensions & Investments*, 16 octobre 2017 : <http://www.pionline.com/article/20171016/PRINT/171019882/foreign-exchange-risk-suddenly-haunting-european-funds>
Dans cet article, Philippe Desfossés, directeur général du régime de retraite additionnelle de la fonction publique, explique que le niveau actuel très bas des taux d'intérêt sur emprunts d'État pose un problème important de rentabilité aux investisseurs de long terme que sont les caisses des retraites.

et auront d'importants impacts en termes de structuration et d'organisation du milieu bancaire. Les propositions ne font pas forcément toutes consensus, mais l'importance de ces enjeux et le fait qu'ils relèvent de l'intérêt général impliquent de mettre en débat des pistes de solutions pour ouvrir une discussion franche et ambitieuse sur le sujet. Il est à la fois nécessaire de faciliter l'appropriation citoyenne de ces enjeux et de pouvoir dialoguer avec les acteurs du monde financier et ceux qui sont chargés d'élaborer les réglementations et de veiller à leur application. Les propositions développées ici articulent à la fois une vision de long terme ferme et ambitieuse et un séquençage progressif des mesures pour remettre la finance au service du citoyen.

De nombreuses mesures parmi celles qui sont proposées sont applicables de manière indépendante au niveau national, sans qu'il soit besoin de solliciter d'autorisation des instances internationales. Ces mesures peuvent être ensuite discutées et défendues dans les instances internationales de régulation existantes : le CSF et la BRI par exemple. Ces organismes régulateurs ont été rendus indépendants des pouvoirs politiques, et souvent trop soumis au secteur financier qu'ils doivent encadrer. Les États sont souverains pour élaborer leurs législations nationales : la mobilisation des parlementaires, des collectivités locales et des citoyens est indispensable pour inscrire la thématique financière à l'agenda politique et pour remettre la finance au service de l'intérêt général.

Réguler autrement la finance : revoir les règles du jeu plutôt qu'aménager l'existant

Quatre axes de propositions : stabiliser, réorienter, contrôler et dégager les moyens nécessaires au financement de la transition énergétique

Les propositions d'encadrement livrées ici au débat sont défendues par des économistes ou des universitaires, voire, dans certains cas (comme la Taxe sur les transactions financières), par les gouvernements eux-mêmes².

Ces propositions sont orientées autour de quatre axes :

- ▶ stabiliser le secteur financier, c'est-à-dire protéger l'économie et les sociétés des risques excessifs pris par la finance ;
- ▶ s'assurer que ce système financier stabilisé canalise l'épargne vers des activités utiles à la société ;
- ▶ réorganiser l'architecture de supervision pour un pilotage de la finance au service de l'intérêt général ;
- ▶ dégager dès maintenant des moyens pour financer la nécessaire transition énergétique, écologique et sociale.

Pour que l'intérêt général soit protégé, éviter les risques de crise par la stabilisation de la finance est nécessaire, mais non suffisant. Il faut aussi que les capitaux s'orientent en fonction des besoins d'une économie juste et durable. De plus, il faut que la puissance publique ait des leviers de contrôle et de décision pour s'assurer de cette orientation. Enfin, il est nécessaire de surmonter deux difficultés contextuelles majeures (le surendettement généralisé et la menace permanente sur la monnaie que fait peser l'ouverture généralisée des frontières aux mouvements de capitaux) pour relancer les économies et engager les sociétés sur le chemin de la transition énergétique.

² Des soutiens académiques et/ou politiques sont indiqués pour chaque proposition.

Les termes du débat

RÉPONSES AUX PRINCIPAUX ARGUMENTS DES DÉFENSEURS DU SYSTÈME FINANCIER ACTUEL

Le refus de la séparation entre banques d'affaires et banques de dépôt et de crédit

Cette demande de séparation des activités bancaires est ardemment combattue par les acteurs bancaires et financiers. La proposition de directive de la Commission européenne (voir mesure A1), bien conçue même si elle n'était pas suffisante, a été combattue par les banques et finalement abandonnée en 2017. Parmi les arguments utilisés pour cet abandon, le risque de contraction du crédit, de hausse des frais bancaires ou encore la fragilité qu'elle entraînerait (la coexistence de nombreuses activités étant présentée comme un gage de solidité).

Les éléments de réponses suivants peuvent être apportés au débat sur la séparation bancaire :

- ▶ les banques universelles prêtent relativement moins que les plus petites banques en proportion de leur bilan. En période de crise, elles sont les plus promptes à restreindre le crédit ;
- ▶ la séparation ne provoquerait pas une hausse du coût des services bancaires puisque le financement des activités d'économie non financière serait plus attractif pour les investisseurs du fait de la disparition de la subvention publique implicite qui bénéficie actuellement d'abord aux activités de marchés financiers ;
- ▶ l'utilité pour l'économie de toutes les activités pratiquées par les banques n'est pas vérifiée puisqu'environ 90 % des activités relevant des banques d'affaires n'ont pas de lien avec l'économie non financière ;
- ▶ la taille fait baisser la performance et augmente le risque ; les 13 plus grosses banques européennes (54 % en volume) sont moins profitables que les 200 suivantes dans le classement par taille du bilan¹.

La complexité et la technicité

L'argument de la complexité est souvent avancé dans les débats liés à la finance pour à la fois justifier l'existence d'activités finalement non utiles, voire nuisibles, à l'économie et aux sociétés et empêcher *de facto* une implication plus forte sur ces enjeux de la part des citoyens, des responsables politiques et dans une certaine mesure des régulateurs.

La mondialisation des échanges, les flux de capitaux et les fluctuations des monnaies et des taux ont entraîné la création de nouveaux produits financiers. En volume, la majorité de ces produits sont utilisés entre établissements financiers (moins de 10 % des produits dérivés ont une contrepartie non financière). Par ailleurs, les banques créent des produits qui ne sont pas forcément demandés par des acteurs financiers mais correspondent plutôt à leurs besoins, comme la titrisation qui leur permet de sortir des risques de leur bilan (voir partie 2).

La complexité est apportée par les banques elles-mêmes quand elles influencent une loi pour l'amender (voir l'exemple de la loi Dodd-Frank, dont le nombre de pages a décuplé avant qu'elle soit adoptée, partie 3). Elle permet de justifier ensuite le besoin de recruter des financiers dans les instances de supervision pour comprendre ce qui doit être régulé.

De plus, l'argument de la complexité est souvent avancé par les dirigeants bancaires pour se dédouaner lors de scandales financiers². En plus d'être trop complexes et trop grosses pour faire faillite, les banques se révèlent trop complexes pour être bien gérées.

¹ Calculs effectués à partir des données (tableaux A3.1, A3.2 et A3.4 des annexes) du rapport final du Groupe d'experts de haut niveau sur la réforme structurelle du secteur bancaire de l'UE présidé par Erkki Liikanen, octobre 2012, http://www.ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_fr.pdf

Voir « Factsheet on bank structure reform », note de Finance Watch, novembre 2013, p. 2, <http://www.finance-watch.org/ifafile/Dossiers/Banking%20structure/Facts%20and%20figures%20on%20bank%20structure.pdf>

² Voir « États-Unis : la Fed met en garde les grandes banques contre leurs pratiques », *L'Express*, 21 octobre 2014, https://www.lexpress.fr/actualites/1/actualite/etats-unis-la-fed-met-en-garde-les-grandes-banques-contre-leurs-pratiques_1613726.html

Comme la finance n'est pas neutre vis-à-vis de l'économie et des sociétés, il est important d'empêcher la complexification des règles prudentielles, voire d'avoir la possibilité de recourir à des mesures d'interdiction de certains produits³.

La remise en question des exigences de fonds propres

L'augmentation des exigences de fonds propres par la Banque des règlements internationaux (proposition défendue également dans ce rapport) est contestée par beaucoup d'acteurs du secteur financier qui y voient un frein au financement de l'économie. Or comme cela a été rappelé dans la partie 3, de nombreuses études contredisent ce point. Les économistes et responsables de la BRI comparent souvent le niveau des fonds propres d'une banque à la solidité des fondations d'un bâtiment. Ils démontrent aussi que les banques les mieux capitalisées ont des coûts de financement moindres que les autres.

Les très grosses banques sont autorisées à minimiser leur besoin de capitaux propres à mettre en face des différentes catégories de risques et refusent d'adopter un modèle standard, normé, pour mesurer leurs risques⁴.

Étant donné les répercussions des activités bancaires sur les économies et les sociétés, il est nécessaire que ces règles soient identiques pour toutes les banques. C'est également nécessaire pour que les superviseurs puissent les faire appliquer sans contestations interminables, et sans avoir à connaître en détail chaque système de pondération employé par chaque banque.

La liquidité des marchés financiers

La nécessité de la liquidité des marchés financiers est mise en avant pour justifier la logique court-termiste de la finance et l'existence de produits spéculatifs (comme le *trading* à haute fréquence ou les produits dérivés).

Or, comme le rappelait André Orléan, président de l'Association française d'économie politique, en 2008 : « *On justifie le plus souvent la liquidité par le fait qu'en son absence l'investissement serait rendu plus difficile car il supposerait de la part du propriétaire un engagement à long terme. Mais la liquidité a également un coût macroéconomique, et un coût important : les crises boursières. En la matière, les faits historiques ne souffrent pas d'ambiguïté : les crises sont bien consubstantielles à la finance de marché.* »⁵

L'exemple du *trading* à haute fréquence (réalisation de transactions à la milliseconde) est éclairant : son existence est défendue par l'argument de la liquidité qu'elle apporte aux marchés financiers, comme si les investisseurs avaient réellement besoin d'une telle vitesse.

On peut ajouter que les défis actuels et futurs de nos sociétés sont contradictoires avec ces besoins de court terme : transition énergétique ou financements pérennes des PME, par exemple.

L'argument de la liquidité ne permet donc pas de justifier l'absence de réformes structurelles de la finance.

L'indépendance des organes de supervision vis-à-vis des responsables politiques

Le mouvement de libéralisation et de dérégulation a amené les gouvernements à ne plus avoir de contrôle sur les organes de supervision financière et monétaire et à rendre ceux-ci indépendants des responsables politiques. Fortement inspirée par les théories économiques sur la neutralité de la finance et de la monnaie, cette mesure a également été justifiée par le fait que les gouvernements ne devaient plus pouvoir créer de la monnaie et donc générer de l'inflation.

³ Comme le préconise Jean-Michel Naulot, ancien banquier et ancien superviseur, dans son ouvrage, *Crise financière, Pourquoi les gouvernements ne font rien*, Seuil, 2013, p. 199.

⁴ Le Comité de Bâle a tout de même obtenu en décembre 2017 que des planchers soient affectés à ces pondérations, ce qui va dans le bon sens en augmentant le ratio de capitaux propres, même si ce plancher aurait dû être bien plus élevé.

⁵ « L'aveuglement au désastre. Le cas des crises financières », entretien avec André Orléan, *Esprit*, mars-avril 2008, <http://www.esprit.presse.fr/article/orlean-andre/l-aveuglement-au-désastre-le-cas-des-crisis-financieres-entretien-14467>

Ce phénomène pose actuellement deux types de problèmes :

- ▶ si les instances de supervision (banques centrales et autorités et agences liées) sont considérées comme indépendantes des pouvoirs politiques, elles restent de fait proches des acteurs financiers qu'elles encadrent, en témoigne la place des responsables issus du monde bancaire à des postes de responsabilité au sein de ces instances (voir proposition C1 et partie 3) ;
- ▶ les banques centrales ont endossé un rôle et des responsabilités nouveaux, ce qui fait qu'elles ne sont plus neutres vis-à-vis des économies. Comme le rappellent de nombreux économistes⁶, dont Thomas Piketty, Laurence Scialom et Michel Aglietta, la Banque centrale européenne joue, depuis la crise de 2008, un rôle prépondérant dans la définition et la conduite des politiques économiques européennes et des pays membres de la zone Euro.

Du fait de ce poids devenu prépondérant dans les économies et les politiques publiques, l'indépendance des banques centrales à l'égard du politique doit être au moins en partie remise en cause en considérant l'interdépendance dans laquelle se trouvent ces organes vis-à-vis des autres acteurs des politiques publiques (instances européennes, parlements, gouvernements..).

La libre circulation des capitaux

À partir des années 1970 (comme cela a été abordé dans la partie 2), les frontières ont commencé à tomber pour les flux financiers. Malheureusement, dans de nombreux espaces économiques (comme l'UE) ou à l'échelle internationale, cela n'a pas été précédé d'une convergence des normes fiscales, sociales et environnementales, ce qui a engendré un phénomène massif de délocalisation dans les secteurs de l'industrie et des services. En ce qui concerne le secteur financier, cela a engendré la facilitation de l'évasion fiscale et du « blanchiment d'argent » dans des paradis fiscaux, la possibilité pour les *hedge funds* de spéculer sans limite et de déstabiliser l'économie mondiale par des attaques spéculatives contre les monnaies des pays⁷.

Même les institutions ayant recommandé, voire imposé des mesures de levée du contrôle des capitaux comme le FMI⁸ commencent à reconnaître la nécessité de pouvoir y recourir pour favoriser le développement économique et pour protéger des pays contre des attaques spéculatives (arrivée ou sortie massives et rapides de capitaux).

6 « [La BCE] a acquis un pouvoir exécutif via la "troïka" (avec la Commission européenne et le FMI), qui définit et assure la mise en œuvre des mémorandums dans les pays "aidés" ; elle est au cœur des sommets de la zone euro et de l'Eurogroupe qui coordonnent les économies nationales ; elle est devenue le régulateur du monde bancaire, exerçant un droit de vie et de mort sur les plus grandes banques de la zone euro ; elle s'est imposée comme un réformateur participant aux coalitions qui se constituent autour de la priorité donnée aux "réformes structurelles" (marché du travail), à la "compétitivité" (politique salariale restrictive), etc. », Tribune collective, *Le Monde*, 22 janvier 2018, « Démocratiser l'Europe, cela commence à la Banque centrale européenne », disponible sur <http://piketty.blog.lemonde.fr/2018/01/29/democratiser-leurope-cela-commence-a-la-bce/>

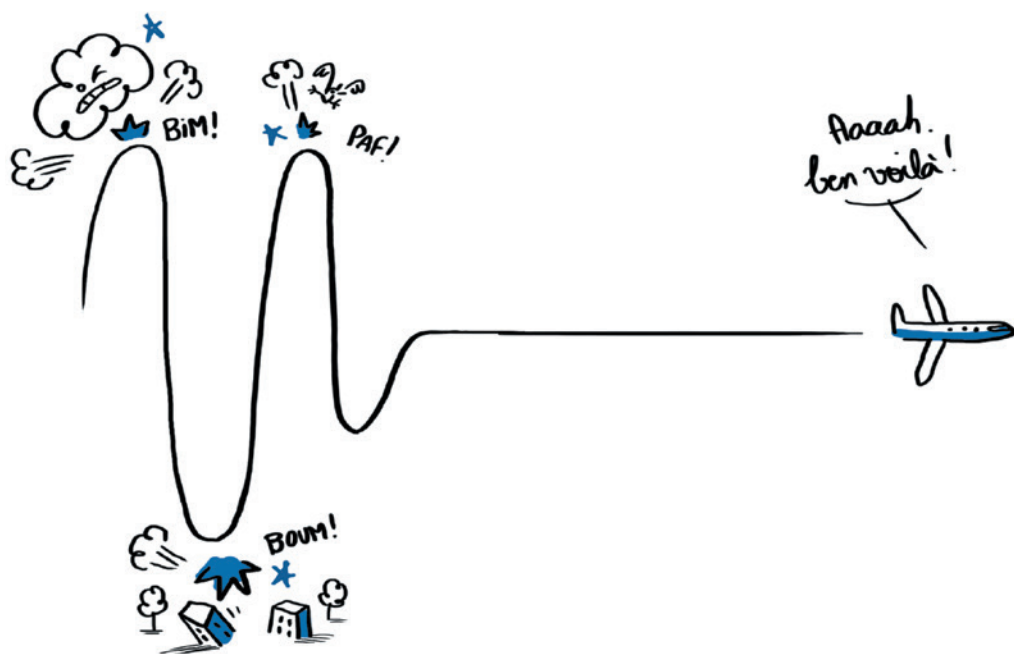
7 Voir « La chasse aux dogmes », d'Alain Grandjean : <https://alaingrandjean.fr/2013/12/02/la-chasse-aux-dogmes/>

8 « The liberalization and management of capital flows, An institutional view », *IMF Staff paper*, 14 novembre 2012, <https://www.imf.org/~/media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/np/pp/eng/2012/111412.ashx>

Voir aussi <http://www.brettonwoodsproject.org/2016/04/imf-reopening-case-for-capital-controls/>

A. CINQ MESURES POUR STABILISER LE SYSTÈME FINANCIER

Le premier défi posé par le système financier actuel est celui de sa stabilité, c'est-à-dire la nécessité de protéger l'économie et les sociétés des risques excessifs pris par la finance. Comme évoqué dans ce rapport (notamment partie 3) les mesures prises depuis la crise de 2008 ne sont pas suffisantes même si certaines vont dans le bon sens.



Stabiliser le système financier.

Mesure A1

LIMITER LES ACTIVITÉS DES BANQUES À LA COLLECTE DES DÉPÔTS, À L'OCTROI DES CRÉDITS ET À LA GESTION DES MOYENS DE PAIEMENT

Cette mesure consisterait à redéfinir l'activité bancaire comme uniquement réduite à la collecte des dépôts, l'octroi et la gestion des crédits et des moyens de paiement. Dans ce cadre, les banques ne pourraient plus réaliser d'achats, ni de garanties³ de titres financiers (actions, obligations), de produits dérivés ou de matières premières. Seules les banques ainsi redéfinies auraient accès au refinancement de la Banque centrale, à l'exclusion des banques d'investissement, principaux acteurs de la spéculation et du *shadow banking*.

PÉRIMÈTRE

Au moins celui des pays membres du G20, qui comprend les économies de l'Union européenne et des 19 pays les plus avancés. La mesure devrait être adoptée progressivement par l'ensemble des pays.

MESURE PRÉCONISÉE NOTAMMENT PAR :

- ▶ Adrian Blundell-Wignall, ex-conseiller de l'OCDE pour les marchés financiers⁴ ;
- ▶ le rapport du groupe d'experts de haut niveau sur la réforme structurelle du secteur bancaire de l'UE présidé par Erkki Liikanen⁵ ;
- ▶ Finance Watch⁶.

MESURE INTERMÉDIAIRE : CANTONNER LES ACTIVITÉS DE MARCHÉ ET ÉTABLIR DES PLANS DE SÉPARABILITÉ

Cette mesure engage un changement structurel majeur du secteur bancaire. Pour parvenir à cet objectif plus aisément, il pourrait être possible d'adopter temporairement des mesures de séparabilité et de filialisation. Cela consisterait à mettre en place une limitation progressive des activités de marché des banques et à les cantonner dans des structures dédiées, qui ne pourraient pas se financer par crédit bancaire ou par transfert de liquidité entre filiales (notamment en cas de crise). Cette mesure devrait être accompagnée de l'exigence d'un plan de séparabilité des filiales qui pourrait être mis en œuvre en moins de quarante-huit heures par chaque banque en cas de crise⁷.

Ceci constituerait une première étape avant de n'autoriser le statut de banque qu'aux établissements de détail. Cela permettrait à la fois d'aller vers une plus grande stabilisation du système financier, mais obligerait également les banques à mieux connaître et maîtriser les risques potentiels de leurs activités de marché.

³ Les garanties sont une manière pour les banques de prendre le risque, sans effectuer d'apport en capitaux. Pour préserver les activités d'intérêt général du risque des activités de banque d'affaires, il faudrait inclure dans cette mesure non seulement le financement simple, mais aussi la prise de risque que représentent les garanties.

⁴ Voir par exemple Adrian Blundell-Wignall, Gert Wehinger et Patrick Slovik, « The elephant in the room. The need to deal with what banks do », *OECD Journal : Financial Market Trends*, vol. 2009, issue 2, <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/44357464.pdf>

⁵ Voir le rapport du Groupe d'experts de haut niveau, *op. cit.*, http://www.ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_fr.pdf

⁶ Voir Finance Watch, « L'importance d'être séparé », février 2014 http://www.finance-watch.org/ffile/Publications/Reports/Finance-Watch_Importance-d-etre-separe.pdf

⁷ Voir « Preparing for a European Banking Union. Statement n°37 », European Shadow Financial Regulatory Committee, septembre 2013, <http://www.esfrc.eu/sitebuildercontent/sitebuilderfiles/statement37.pdf>
Proposition également développée par Adrien Béranger et Laurence Scialom, « Banking Union : Mind the Gaps », *International Economics*, vol. 144, 2015, pp. 95-115.

Ainsi les dirigeants seraient mieux à même de superviser l'ensemble des activités de leurs filiales et de leurs *traders*. En plus de lutter contre le « *Too big to fail* » (trop gros pour faire faillite), la mesure serait également efficace pour diminuer le phénomène du « *Too big (and too complex) to manage* » (trop gros – et trop complexe – à gérer).

La filialisation des activités les plus risquées a été l'option retenue dans les lois bancaires allemandes et françaises de 2012-2013, mais de façon très limitée. Le projet de directive européenne sur la structure des banques initié en 2014 était plus ambitieux – sans être suffisant – mais ce processus a été abandonné par la Commission européenne issue des élections de 2014.

Mesure A2

FIXER UN RATIO DE LEVIER DE 5 AU MAXIMUM POUR LES BANQUES

Les fonds propres comptables des banques devraient être d'au moins 20 % du total de leur bilan (contre 5 % en moyenne aujourd'hui pour les institutions financières systémiques, voir partie 2).

PÉRIMÈTRE

Au moins celui des pays membres du G20, qui comprend les économies de l'Union européenne et des 19 pays les plus avancés. La mesure devrait être adoptée progressivement par l'ensemble des pays.

MESURE PRÉCONISÉE NOTAMMENT PAR :

- ▶ Anat Admati et Martin Hellwig⁸ ;
- ▶ lord Adair Turner⁹.

Mesure A3

FIXER POUR TOUTES LES STRUCTURES D'INVESTISSEMENT UN RATIO DE LEVIER MAXIMUM DE 5, ET INTERDIRE AUX BANQUES DE LEUR PRÊTER

Ce groupe d'acteurs regroupe les banques d'affaires, les courtiers et intermédiaires financiers, les fonds de placement (type OPCVM, etc.), les fonds d'investissement de type *private equity* et les fonds d'arbitrage (*hedge funds*). Toutes ces « structures d'investissement » ainsi définies devraient avoir à tout moment des fonds propres comptables égaux au minimum à 20 % du total de leur bilan. Ces structures pourraient donc se financer jusqu'à 80 % par emprunt. Ces emprunts

⁸ *The Bankers' New Clothes. What's Wrong with Banking and What to Do about It ?*, Princeton University Press, 2013 ; voir la chronique de cet ouvrage réalisée par Jézabel Coupepy-Soubeyran, « Comment rhabiller la banque », *La Vie des idées*, 16 septembre 2013, <http://www.laviedesidees.fr/Comment-rhabiller-la-banque.html>

⁹ *Reprendre le contrôle de la dette*, op. cit.

pourraient provenir des marchés financiers, des épargnants, mais pas des banques. Les banques ne pourraient ainsi prêter qu'à d'autres banques, à des ménages ou à des entreprises. Si une entreprise non financière venait à générer une majorité de son chiffre d'affaires à partir de transactions financières, elle serait requalifiée en « structure d'investissement » et ne pourrait plus emprunter auprès des banques.

PÉRIMÈTRE

Cette mesure pourrait être impulsée par le CSF et la BRI pour s'appliquer progressivement au monde entier. Elle requiert d'encadrer et de superviser le secteur que l'on appelle actuellement le « secteur bancaire parallèle ». Elle implique également une supervision de l'activité des entreprises qui pourrait dans un premier temps être limitée aux entreprises cotées en bourse et donc être exercée dans chaque pays par les superviseurs boursiers (l'AMF pour la France, par exemple).

MESURE PRÉCONISÉE NOTAMMENT PAR :

▶ Jean-Michel Naulot¹⁰.

Mesure A4

ENREGISTRER ET SUPERVISER LES ACTIVITÉS DU SECTEUR BANCAIRE PARALLÈLE

Les autorités de supervision des activités d'investissement et des assurances (en France, ACPR et AMF) devraient enregistrer et superviser systématiquement les activités de tous les fonds d'investissement, et informer la banque centrale des activités menées et des risques pris par les acteurs.

Réglementer le niveau des fonds propres des fonds d'investissement (mesure A3) suppose en effet de pouvoir surveiller ces derniers. Il faudrait donc, d'une part, les soumettre à un enregistrement obligatoire, comme c'est le cas actuellement pour les banques : dans la plupart des pays, pour exercer légalement à titre principal une activité de crédit, une banque doit s'enregistrer auprès de la banque centrale et obtenir une licence. D'autre part, il faudrait qu'un organisme régulateur soit chargé de surveiller l'activité des fonds et de contrôler que le niveau de leurs fonds propres respecte la réglementation proposée ci-dessus (20 % minimum du total du bilan).

PÉRIMÈTRE

Cette mesure pourrait être impulsée par le CSF sur le périmètre du G20 puis déclinée dans les législations nationales et aux autres juridictions.

MESURE PRÉCONISÉE NOTAMMENT PAR :

▶ lord Adair Turner¹¹ ;
▶ Jean-Michel Naulot¹².

¹⁰ Éviter l'effondrement, *op. cit.*

¹¹ Reprendre le contrôle de la dette, *op. cit.*

¹² Éviter l'effondrement, *op. cit.*

Mesure A5

TAXER LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES (TTF)

L'assiette devra être large et le taux suffisamment élevé pour réduire la spéculation

Il s'agit de mettre en place une taxe sur les achats et ventes de produits financiers. Les taux de cette taxe devront être modulés par produit. Les études de simulation de la taxe¹³ ont évoqué les taux suivants : 0,1 % pour les actions, 0,2 % pour tous les autres produits (obligations, devises, produits dérivés) ainsi que sur les ordres annulés du *trading* à haute fréquence (ordres passés puis annulés, qui permettent de constituer des positions pendant un temps très court).

L'objectif de la TTF est de réduire les activités spéculatives, mais aussi de lever des ressources fiscales dans un court délai, ce qui contribuerait à compenser les effets négatifs de la spéculation. La TTF est vouée à être allégée ou à disparaître après la période de transition, notamment parce que la base fiscale aura fortement diminué si les activités spéculatives ne sont plus suffisamment attractives pour les investisseurs.

PÉRIMÈTRE

La mesure devrait être adoptée par chaque parlement national mais elle pourrait être impulsée à des niveaux supranationaux (unions économiques et/ou monétaires, instances financières comme le CSF...).

MESURE PRÉCONISÉE NOTAMMENT PAR :

- ▶ de nombreux responsables politiques et religieux comme Al Gore, Kofi Annan et Mgr Desmond Mpilo Tutu, mais aussi des dirigeants d'entreprise, comme Bill Gates ou Warren Buffett, et des économistes, comme Joseph Stiglitz ou Lawrence Summers¹⁴ ;
- ▶ cette mesure est également portée par de nombreux collectifs de société civile, comme la campagne « tax Robin des bois » (en France notamment, autour d'ATTAC ou d'Oxfam).

Signification de ces mesures pour le secteur financier

Ce groupe de mesures a pour ambition de séparer l'univers financier de la spéculation de celui des activités d'intérêt général. Ainsi les banques n'auraient plus le droit de détenir des titres financiers : actions, obligations, produits dérivés. Il s'agit d'un retour à un état antérieur où le métier bancaire était défini d'une manière stricte. De plus, il est nécessaire que les actionnaires des banques s'engagent financièrement de manière significative (*via* le seuil de fonds propres) pour éviter la tentation de faire des mauvais crédits, qui rapportent beaucoup mais sont très risqués, ou de prendre trop de risques sur la gestion des moyens de paiement. Dans cette logique, toutes les activités sur titres et produits financiers se retrouveraient dans des structures qui n'auront pas le statut de banque¹⁵.

¹³ Voir le rapport de Bill Gates au sommet du G20 de 2011, <http://www.gatesfoundation.org/fr/What-We-Do/Global-Policy/G20-Report>, et Stephen Spratt et Christina Ashford, « Climate Finance. A tool-kit for assessing climate mitigation and adaptation funding mechanisms », 2011, https://unfccc.int/files/cooperation_support/financial_mechanism/long-term_finance/application/pdf/climate_finance_and_the_financial_transaction_tax.pdf

¹⁴ Le Center for Economic and Policy Research de Washington a recensé les soutiens très variés à la mise en place de la TTF : <http://cepr.net/documents/ft-support.pdf>

¹⁵ Parmi ces structures, on retrouverait trois grandes catégories : les « banques d'affaires », types Lazard ou Rothschild, dont le métier est le conseil financier et les fusions-acquisitions ; les courtiers et autres intermédiaires financiers, comme les « teneurs de marché » (*broker dealers*) du type Merrill Lynch, Bear Stearns ou Lehman Brothers ; et, enfin, tous les fonds d'investissement, depuis les fonds de placement (OPCVM) jusqu'aux *hedge funds* et fonds de *private equity*.

Cette fragmentation des activités financières permettrait d'isoler les risques et d'éviter la contagion. De plus, une supervision stricte et une réglementation adaptée, différente pour chaque catégorie de produits, permettraient d'éviter les prises de risque excessives, notamment liées à la sous-capitalisation.

Ainsi aux États-Unis, de 1933 à 1960, le Glass Steagall Act séparait les banques en deux catégories distinctes, les banques de dépôt et les banques d'affaires, mais il a été progressivement abandonné à partir de 1960. En France aussi, en 1945, les banques ont été séparées en trois catégories : les banques de dépôt nationalisées, les banques d'affaires et les banques de crédit à moyen et long terme.

La taxation des transactions financières (TTF) permettrait quant à elle, dans la logique de son inventeur James Tobin, que l'État perçoive des recettes qui viendraient contrebalancer les effets potentiellement négatifs d'une spéculation excessive ou mal orientée, bien qu'elle soit fortement restreinte par les autres mesures déjà proposées.

Les bénéfices attendus en termes d'intérêt général

Ce paquet de mesures permettrait de :

- ▶ **protéger les activités de dépôt, de crédit et de gestion des moyens de paiement, qui sont d'intérêt général**, des aléas de la spéculation financière¹⁶. Le ratio de fonds propres de 20 %, imposé aux banques, devrait permettre d'**éviter des faillites bancaires nécessitant le renflouement des banques par les États**. Cela stabiliserait aussi le secteur des fonds d'investissement car, avec des fonds propres plus importants, les rendements sont moins variables ;
- ▶ **réduire drastiquement le volume de la spéculation et son niveau de risque**. Aujourd'hui, rien n'empêche une banque de faire un crédit à un fonds pour engager une opération spéculative d'achat de devises ou de produits dérivés sur matières premières. Les banques ne seraient plus autorisées à prendre des risques sur ce type d'opérations (protection des activités d'intérêt général). Le volume des financements disponibles pour des activités spéculatives (par un endettement démesuré des fonds d'investissement) serait ainsi drastiquement réduit¹⁷. **Les investissements seraient donc plus aisément allouables à des activités d'économie non financière et d'intérêt général**. Les bulles spéculatives financées par l'excès de crédit (comme les bulles immobilières) seraient vraisemblablement fortement réduites : les actionnaires, très engagés financièrement, seraient moins enclins à courir le risque de perte consécutive à l'éclatement de la bulle. Ainsi les crédits à risque aux personnes qui n'ont pas les moyens de rembourser, comme les crédits *subprimes* américains, deviendraient beaucoup moins attractifs. Ce type de crédit est un facteur majeur de creusement des inégalités et de régression dans l'échelle sociale (voir partie 4) ;
- ▶ **rendre les opérations spéculatives moins attractives** grâce à la TTF qui, au-delà des ressources financières qu'elle donne à la puissance publique pour investir au bénéfice de l'intérêt général, est aussi et surtout un instrument de régulation : si une dérive du

¹⁶ Réduction de l'aléa moral (dit autrement, du phénomène des bonus « pousse au crime »).

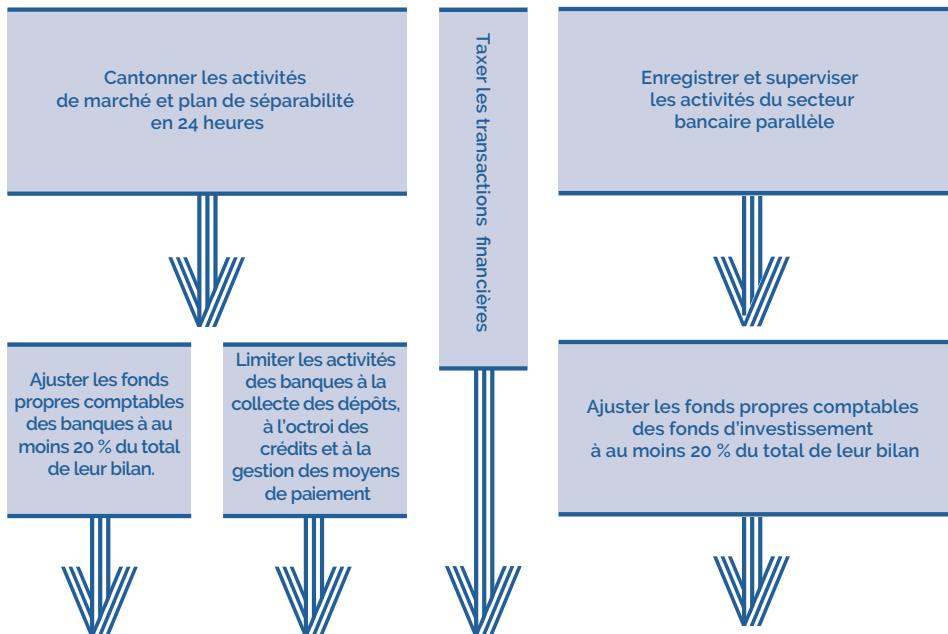
¹⁷ Il est difficile de pouvoir l'estimer, car le secteur des fonds d'investissement n'est pas régulé, et aucun chiffre fiable n'est disponible.

secteur financier coûte davantage à l'intérêt général que prévu, la taxation est un moyen de compenser ses effets et de réduire son volume ;

- ▶ **diminuer la volatilité des cours des matières premières et des devises, qui nuit aux pays en développement et à leurs populations** (voir partie 5). Un niveau de sécurisation supplémentaire serait apporté par l'interdiction faite aux fonds d'investissement de s'endetter auprès des banques. La spéculation resterait libre, mais sans les moyens financiers des banques ;
- ▶ **faire sortir de l'ombre le « secteur bancaire parallèle »**. La banque centrale contrôlerait mieux l'usage de la monnaie et pourrait mieux analyser les résultats de sa politique monétaire. La supervision permettrait au régulateur d'avoir une **meilleure connaissance des pratiques des fonds, ce qui peut ouvrir la voie à une réglementation ultérieure** si ces pratiques s'avèrent nuisibles à l'intérêt général (spéculation sur devises et matières premières, prises de positions dominantes dans des secteurs industriels, etc.).

Ces réformes devraient également entraîner une diminution de la taille des banques systémiques (*too big to fail*), ce qui permettrait de disposer d'un système bancaire bien plus diversifié et de voir émerger des banques locales, basées sur des modèles coopératifs et éthiques, en capacité de répondre aux besoins de financement locaux et régionaux nécessaires à la transition énergétique, entre autres.

Séquençage possible du premier groupe de mesures



STABILISER LE SYSTÈME FINANCIER

B. CINQ MESURES POUR ORIENTER LE CRÉDIT VERS DES ACTIVITÉS SOCIALEMENT UTILES

Le premier paquet de mesures proposé est de nature à stabiliser le système financier et à rendre les activités spéculatives moins attractives. Cependant, pour que la finance serve utilement l'intérêt général, il faut aussi que le système financier canalise l'épargne vers les projets dont les sociétés ont besoin. L'histoire des trente dernières années a montré que le crédit libéralisé ne s'oriente pas spontanément de manière optimale vers l'intérêt général ni vers un développement économique raisonné : il s'oriente en particulier trop vers l'immobilier urbain existant et les activités financières spéculatives quand beaucoup de besoins sociaux ne sont pas financés. La puissance publique doit donc pouvoir orienter le crédit vers des activités socialement utiles.



Orienter les crédits vers des activités socialement utiles.

Mesure B1

UTILISER LES RÉSERVES OBLIGATOIRES POUR MODULER LA DESTINATION DU CRÉDIT

Il s'agirait d'instaurer des réserves obligatoires des banques à la banque centrale, modulables par type de crédit. Cet outil est présenté en première partie : ce sont des sommes que les banques devraient « immobiliser », sous forme de dépôts rémunérés à la banque centrale, en pourcentage du volume de leurs opérations.

Les réserves obligatoires existent toujours en Europe, au taux de 1 % des dépôts à moins de deux ans. Mais depuis la création de la zone euro, la banque centrale ne contrôle plus activement le volume ou la destination du crédit¹⁸. L'encadrement du crédit est pourtant un moyen d'éviter la montée des prix et la formation de bulles, dont l'effondrement entraîne des crises économiques, dans le secteur de l'immobilier par exemple. Il s'agirait donc d'utiliser un instrument qui existe déjà, en l'affinant par type de crédit (immobilier, travaux, consommation, etc.).

PÉRIMÈTRE

Le niveau des réserves obligatoires relève d'une décision de pilotage économique, c'est donc le parlement de chaque pays (ou zone monétaire) qui déterminerait les taux de réserves obligatoires chaque année, en fonction des évolutions des prix et de la demande visées pour chaque secteur. La banque centrale serait responsable de l'exécution et de la surveillance.

MESURE PRÉCONISÉE NOTAMMENT PAR :

- ▶ lord Adair Turner¹⁹ ;
- ▶ Jean-Paul Bethèze, Christian Bordes, Jézabel Couppey-Soubeyran et Dominique Plihon²⁰.

Mesure B2

AUGMENTER LA PONDÉRATION EN RISQUE DE SOLVABILITÉ BANCAIRE DU CRÉDIT IMMOBILIER

Il s'agirait d'augmenter (à un niveau à calibrer avec le régulateur) les pondérations en risque dans le ratio de solvabilité de Bâle des crédits à l'immobilier ancien accordés par les banques. Cette catégorie de crédit doit être l'objet d'une mesure de régulation spécifique, en raison du déséquilibre structurel entre l'offre et la demande d'immobilier dans les grandes villes et d'une manière très générale dans le monde. Dans le calcul du ratio de solvabilité actuellement en vigueur dans les

¹⁸ Le taux des réserves obligatoires dans l'Union européenne a été abaissé de 2 % à 1 % en 2012.

¹⁹ *Reprendre le contrôle de la dette*, op. cit.

²⁰ Jean-Paul Bethèze, Christian Bordes, Jézabel Couppey-Soubeyran et Dominique Plihon, « Banques centrales et stabilité financière », Conseil d'analyse économique, rapport n° 96, 2011, <http://www.cae-eco.fr/IMG/pdf/096.pdf>

banques, les effets globaux pour la société de la cherté de l'immobilier²¹ ne sont pas pris en compte, pas plus que le risque de crise immobilière. Seul le crédit au niveau individuel (qualité du bien et de l'emprunteur) est pris en considération.

Le propos n'est bien évidemment pas de limiter l'accès au logement (voir partie 4), notamment pour les personnes en difficulté, mais d'indiquer qu'au niveau global, trop de crédit dans le secteur immobilier ancien provoque instabilité et risques de bulles spéculatives. L'enjeu de l'accès au logement pour tous doit faire l'objet de politiques publiques ambitieuses, notamment en matière d'aménagement du territoire, de mobilisation du foncier et d'accès au crédit immobilier pour les foyers modestes, de développement du parc locatif en proposant des loyers abordables pour les plus modestes.

PÉRIMÈTRE

La mesure devrait être impulsée par le Comité de Bâle et la BRI et être ensuite modulée par les régulateurs nationaux (banques centrales, gouvernements) en fonction de l'évolution des encours de crédits par secteur.

MESURE PRÉCONISÉE NOTAMMENT PAR :

▶ lord Adair Turner²².

Mesure B3

INSTAURER UN MALUS / BONUS EN FONCTION DE CRITÈRES ÉCOLOGIQUES DANS LES PONDÉRATIONS DU RATIO DE SOLVABILITÉ BANCAIRE

Sans changer la méthodologie du calcul du ratio de solvabilité de Bâle²³, il est proposé d'instaurer un « malus / bonus » sur les pondérations en risque en fonction de l'impact climatique des projets ou activités financés. Une activité fortement émettrice verrait ainsi s'alourdir la pondération de son risque dans le ratio : les banques seront donc incitées à ne pas les financer. Inversement, un projet basé sur l'efficacité énergétique ou les énergies renouvelables recevrait un allègement de pondération. D'autres critères sociaux et environnementaux que les émissions de gaz à effet de serre (GES) pourraient être pris en compte, tels que le maintien de la biodiversité par exemple, dès lors qu'une méthodologie approuvée par le régulateur permettrait de le faire.

PÉRIMÈTRE

La mesure doit être impulsée par le Comité de Bâle et la BRI et appliquée par l'ensemble des pays.

²¹ Comme indiqué dans la partie 4, les conditions favorables du crédit à l'immobilier sont un facteur important de l'augmentation exponentielle des prix d'achat.

²² *Reprendre le contrôle de la dette, op. cit.*

²³ Mais en augmentant toutefois la pondération du risque de crédit (cf. point B.2).

MESURE PRÉCONISÉE NOTAMMENT PAR :

► Abdeldjellil Bouzidi, Alain Grandjean et Mireille Martini²⁴.

MESURE INTERMÉDIAIRE : APPLIQUER UN MALUS AUX PROJETS FONDÉS SUR L'EXPLOITATION ET L'UTILISATION DES ÉNERGIES FOSSILES
Afin d'éviter les risques de *greenwashing* et dans l'attente d'une méthodologie rigoureuse et ambitieuse pour évaluer et classer les projets « écologiques », la première mesure indispensable serait d'appliquer un malus aux projets fondés sur l'exploitation et l'utilisation des énergies fossiles. En effet, à l'heure actuelle, la qualification de projets « verts » se fait sur une base volontaire et déclarative alors qu'il n'existe pas de mécanismes forts de redevabilité, ni de classification. L'expérience des obligations vertes, pour lesquelles il est encore difficile de mesurer la pertinence et l'utilisation pour de réels projets de transition écologique, vient rappeler les dérives potentielles de tels mécanismes incitatifs²⁵.

Mesure B4

S'ASSURER QUE TOUT SIGNAL PRIX CARBONE SOIT FIXÉ À UN NIVEAU SUFFISANT POUR ATTEINDRE LES OBJECTIFS DE L'ACCORD DE PARIS

Pour maintenir le réchauffement climatique en-deçà de 2 °C et rendre l'objectif de 1,5 °C atteignable, il est nécessaire de réduire les émissions de GES le plus rapidement possible pour arriver à zéro émission nette de GES d'ici la moitié du siècle. Cela impose de réduire rapidement et drastiquement ces dernières, et en premier lieu dans les pays historiquement les plus responsables des changements climatiques. Un signal prix carbone peut constituer une incitation qui influence les décisions économiques des investisseurs et les comportements des consommateurs. Si émettre du carbone coûte suffisamment cher, et si des politiques climatiques ambitieuses et de long terme sont mises en place, les investisseurs sont incités à se tourner vers des solutions de sortie des énergies fossiles : sobriété et efficacité énergétiques, recours aux énergies renouvelables.

Il est possible de mettre un prix sur les émissions de Co₂ en les taxant ou en instaurant un marché de quotas d'émissions²⁶ ; cela implique également de mettre fin aux politiques qui vont à l'encontre d'un prix carbone fort comme les subventions aux énergies fossiles²⁷, les exemptions fiscales aux secteurs émetteurs, les allocations

24 « Régulation financière et urgence climatique. Pour des normes prudentielles et comptables plus vertes », Terra Nova, juin 2017, http://tnova.fr/system/contents/files/000/001/406/original/06062017_-_R_gulation_financi_re_et_urgence_climatique.pdf?1496734990

25 Voir la note du Secours Catholique – Caritas France, « Mettre la finance au service de la transition énergétique », novembre 2017, <http://caritas-climat.fr/2017/11/mettre-la-finance-au-service-de-la-transition-energetique/>

26 Il est à noter que la question de l'efficacité, de la faisabilité et des impacts humains et sociaux des différents outils liés au prix carbone est importante. Une approche globale des politiques climatiques doit être prise en compte dans le choix des instruments : réduction effective des émissions, intégrité environnementale, respect des droits humains et de l'équité...

27 Les pays du G20 et les principales banques multilatérales de développement ont consacré une moyenne d'environ 72 milliards de financements publics aux énergies fossiles entre 2013 et 2015 (contre moins de 20 milliards aux énergies renouvelables.). Voir « Talk is cheap. How G20 governments are financing climate disaster », http://priceofoil.org/content/uploads/2017/07/talk_is_cheap_G20_report_July2017.pdf

gratuites de quotas ou encore les pratiques de compensation carbone²⁸. Seules 25 % des émissions mondiales de GES sont intégrées dans des mesures de prix carbone, et en majorité à un prix inférieur à 10 € par tonne de Co₂²⁹. La Commission de haut niveau sur le prix du carbone réunie à l'été 2016 a recommandé **un niveau de prix d'au minimum 40 à 80 dollars par tonne de Co₂ d'ici 2020 et 50 à 100 dollars la tonne d'ici 2030** pour respecter un objectif de 2 °C³⁰.

Il est important de rappeler que la seule question du prix ne suffit pas ; de telles approches doivent être accompagnées de mesures complémentaires pour être à la fois efficaces et justes (par exemple, fin des subventions aux énergies fossiles, allocation des revenus vers la transition juste, la finance climat, la lutte contre la précarité énergétique...). Par ailleurs, les mesures de prix carbone ne doivent pas être le seul instrument de lutte contre les changements climatiques, elles doivent s'inscrire dans des politiques ambitieuses combinant différentes mesures d'atténuation et d'adaptation climatiques. La diversité des instruments politiques pour mener à bien la transition écologique est cruciale, notamment dans les secteurs et les émissions pour lesquels des instruments de prix du carbone sont inefficaces, voire néfastes, comme le secteur des terres.

PÉRIMÈTRE

National ou régional. Les pays et régions ayant déjà mis en place des outils de prix carbone³¹ doivent notamment réviser leurs politiques pour qu'elles intègrent un prix ambitieux en cohérence avec les objectifs climat et garantissent une intégrité environnementale et une contribution à la transition écologique juste.

MESURE PRÉCONISÉE NOTAMMENT PAR :

- ▶ Joseph Stiglitz, lord Nicholas Stern³² ;
- ▶ Pascal Canfin, Alain Grandjean et Gérard Mestrallet³³.

Mesure B5

ENCOURAGER LA DIVERSIFICATION DES ACTEURS BANCAIRES

Il s'agirait de recréer des réseaux de banques locales, aux niveaux régional, départemental ou des villes, et d'ouvrir aux acteurs locaux une offre de crédit à moyen et long terme. Ces banques locales devraient permettre l'émergence et le développement d'un modèle d'affaires comprenant les dimensions suivantes : actionnariat coopératif ou mutualiste, éthique et aspects ESG (*Environmental, social and governance*), possibilité pour les clients épargnants de diriger leur épargne vers des

28 Sur l'approche des mesures de prix carbone, voir la note de Carbon market Watch, « Pricing carbon to achieve the Paris goals », septembre 2017, https://carbonmarketwatch.org/wp-content/uploads/2017/09/CMW-PRICING-CARBON-TO-ACHIEVE-THE-PARIS-GOALS_Web_spread_FINAL.pdf

29 Clément Metivier, Sébastien Postic, Emilie Alberola, « Panorama mondial des prix du carbone en 2017 » IFCE, 2017, <https://www.i4ce.org/download/panorama-mondial-prix-carbone-2017/>

30 Voir le résumé exécutif du « Rapport de la Commission de haut niveau sur les prix du carbone », dit « Stern Stiglitz », p. 5, https://static1.squarespace.com/static/54f9c5ce4b0a53deccc4c4t/59b7f2a78e4ec4b44b35e9eb/1505227433603/CarbonPricing_FrenchSummary.pdf

31 Carbon market watch, *op. cit.*, carte n° 1, « 2017 national and regional carbon pricing measures », p. 4.

32 « Rapport de la Commission de haut niveau sur les prix du carbone », 2017, https://www.carbonpricingleadership.org/s/CarbonPricing_FrenchSummary.pdf

33 Mission sur les prix du carbone. « Propositions pour des prix du carbone alignés avec l'Accord de Paris », juillet 2016, http://www.carbone4.com/wp-content/uploads/2016/08/Rapport_mission_12_juillet_19h10-bis.pdf

projets locaux correspondant à ces critères. L'analyse doit être affinée par pays car les secteurs bancaires sont différents.

PÉRIMÈTRE

La création de nouveaux types de banques relève de la législation nationale ; mais les banques centrales sont impliquées dans leur supervision, dont leurs modalités d'accès au financement.

MESURE PRÉCONISÉE NOTAMMENT PAR :

- ▶ le réseau de promotion des banques éthiques Global Alliance for Banking on Values, Finance Watch et l'initiative Mission 2020 lancée par Christiana Figueres³⁴.

Signification de ces mesures pour le secteur financier

Ces mesures permettraient à la banque centrale de chaque pays de retrouver un rôle actif dans le pilotage de l'économie, en utilisant l'instrument (existant, mais laissé en sommeil depuis les années 2000) des réserves obligatoires pour faciliter le crédit à certains secteurs ou types d'entreprises que la puissance publique souhaite encourager, et au contraire ralentir les crédits en cas de croissance trop rapide, ce qui peut entraîner la formation de bulles (voir partie 1).

Les bénéfices attendus en termes d'intérêt général

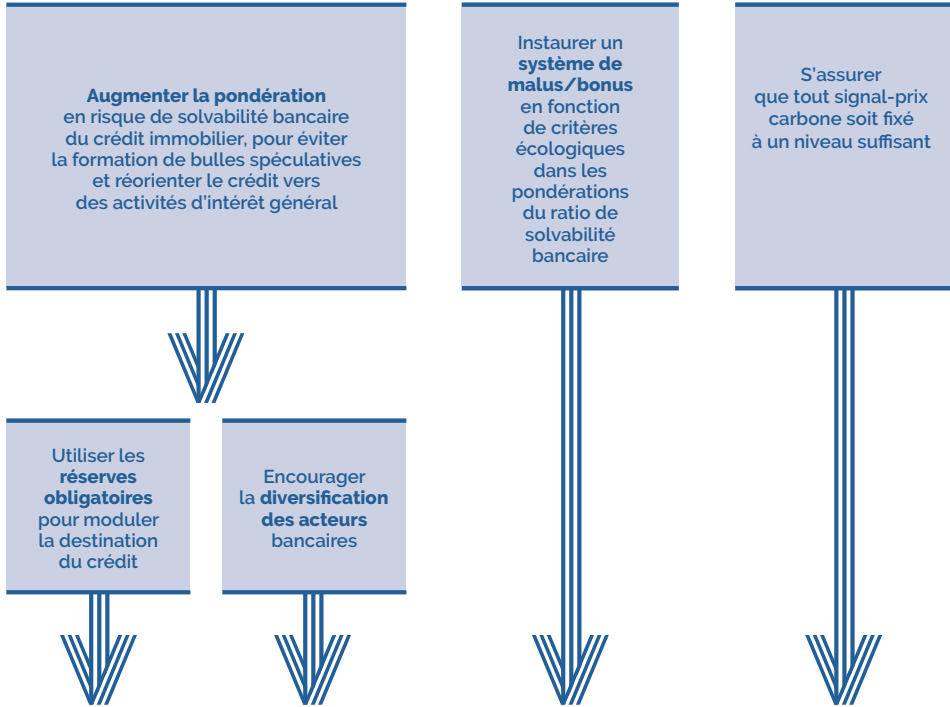
Il s'agit par ces mesures de retrouver une orientation du crédit au bénéfice de l'intérêt général, et non plus en laissant le secteur bancaire privé allouer le crédit en prenant en considération ses seuls intérêts. Concernant le crédit immobilier, une double action sur les réserves obligatoires et sur le ratio de solvabilité pourrait permettre une baisse des prix des actifs existants et encouragerait des constructions nouvelles, ce qui favoriserait l'accès au logement dans les territoires délaissés. L'introduction de critères verts et de politiques climatiques cohérentes avec l'accord de Paris permettrait d'orienter l'économie vers la transition énergétique et écologique.

Au-delà, ces mesures peuvent être des instruments pour une politique économique qui s'assure que l'orientation du crédit est bien au service de l'intérêt général.

Enfin la diversification des modèles bancaires permettra l'émergence et la fin du plafond de verre pour les banques mutualistes et coopératives de petite et moyenne taille, plus à même de répondre aux besoins de financement locaux comme les investissements dans l'économie circulaire et la transition énergétique. Cela permettrait également de satisfaire les attentes d'épargnants engagés soucieux d'investir dans des projets dont le pilotage serait plus participatif et la redevabilité mieux garantie.

³⁴ « New pathways : Building blocks for a sustainable finance future for Europe », octobre 2017, <http://www.gabv.org/wp-content/uploads/New-Pathways-Building-Blocks-for-a-sustainable-finance-future-for-Europe-GABV-Finance-Watch-M2020.pdf>

Séquençage possible des mesures du deuxième groupe



ORIENTER LE CRÉDIT VERS DES ACTIVITÉS SOCIALEMENT UTILES

C. DEUX MESURES POUR UN PILOTAGE DE LA FINANCE AU BÉNÉFICE DE L'INTÉRÊT GÉNÉRAL

Une fois le secteur financier stabilisé (premier groupe de mesures) et mieux orienté au bénéfice de l'intérêt général (deuxième groupe), il convient de s'assurer par une supervision adéquate que les règles mises en place seront respectées.



Le pilotage de la finance au service des collectivités.

Mesure c1

REVOIR LA COMPOSITION ET LA SUPERVISION DES MEMBRES DES ORGANES DE DIRECTION DES RÉGULATEURS FINANCIERS

Composition

La moitié au moins des membres des organes de direction des superviseurs financiers devraient avoir fait l'essentiel de leur carrière en dehors du secteur financier. Ils devraient être choisis de manière à représenter dans ces organes les différents acteurs de la société : représentants des consommateurs, des organisations syndicales et patronales, de l'administration, acteurs de la société civile spécialisés sur les sujets financiers mais aussi engagés sur des sujets d'intérêt général (climat, inégalités et pauvreté...), experts académiques non liés au secteur financier... Pour tous les membres de ces organes, il ne devrait pas être possible de prendre un poste dans le secteur financier pendant au moins cinq ans après avoir occupé un poste de direction d'un régulateur, ni de prendre un poste de direction d'un régulateur après avoir exercé pendant cinq ans dans le secteur financier.

Supervision

Le contrôle des parlements nationaux (et des parlements supranationaux, comme le Parlement européen) sur la supervision financière doit être renforcé par le biais de sessions pluriannuelles de présentation des superviseurs financiers, assorti d'un vote parlementaire de la feuille de route de l'organe de régulation considéré pour la période qui suit. Les membres des instances de direction des superviseurs doivent être proposés et élus par le parlement.

PÉRIMÈTRE

Ensemble des instances de régulation financières et des gouvernements.

MESURE INSPIRÉE DE (NOTAMMENT SUR LA ZONE EURO) :

- ▶ rapport de chercheurs pour le Parlement européen sur les relations entre la BCE et le Parlement européen³⁵ ;
- ▶ recommandation de Transparency International sur l'indépendance et la redevabilité de la BCE³⁶ ;
- ▶ Thomas Piketty, Laurence Scialom et Michel Aglietta et de nombreux chercheurs sur la démocratisation nécessaire de la BCE³⁷.

35 Parlement européen, « Monetary Dialogue 2009-2014 : Looking Backward, Looking Forward », mars 2014, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2014/518753/IPOL_IDA\(2014\)518753_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2014/518753/IPOL_IDA(2014)518753_EN.pdf)

36 Leo Hoffmann-Axthelm, « Two sides of the same coin ? Independence and accountability of the European Central Bank », Transparency International EU, mars 2017, https://transparency.eu/wp-content/uploads/2017/03/TI-EU_ECB_Report_DIGITAL.pdf

37 « Démocratiser l'Europe, cela commence à la Banque centrale européenne », *Le Monde*, 22 janvier 2018, tribune collective disponible sur <http://piketty.blog.lemonde.fr/2018/01/29/democratiser-leurope-cela-commence-a-la-bce/>

Mesure c2

INSTAURER UN ESPACE DE PILOTAGE MONDIAL DES SYSTÈMES FINANCIERS INCLUANT L'ENSEMBLE DE LA COMMUNAUTÉ INTERNATIONALE

Mettre en place une instance politique multilatérale d'encadrement et de supervision des systèmes financiers permettant à chaque pays de participer à l'élaboration et à l'approbation des réglementations financières. Cette instance devrait trouver sa place dans le système des Nations unies à un niveau politique suffisamment élevé. Bien que perfectible, cette organisation intergouvernementale est la plus légitime pour abriter cet espace de pilotage puisqu'elle regroupe l'ensemble des États du monde.

MESURE INSPIRÉE DE :

- ▶ Joseph Stiglitz, Youssef Boutros-Ghali et les membres de la Commission d'experts sur les réformes du système monétaire et financier international, établie par le président de l'Assemblée générale des Nations unies en 2009 à la suite de la crise de 2007-2008³⁸

Les bénéfices attendus de la mesure

Cet ensemble de mesures permettrait de mieux prendre en compte les enjeux d'intérêt général. Le système financier étant un secteur au service de l'économie et des sociétés, la supervision et l'orientation de ses activités doivent impliquer des acteurs concernés au-delà du seul monde de la finance. D'une manière générale, la création d'argent, de crédit et de pouvoir d'achat par les banques est l'un des déterminants essentiels de l'activité économique. La leçon principale des trente dernières années est que, livrés à eux-mêmes, les banques et les marchés financiers ne favorisent pas une prospérité juste et équitable, mais ont tendance à agir dans l'intérêt des acteurs financiers. La représentation démocratique doit exercer un contrôle actif sur la finance et suivre de près la réglementation financière et ses résultats économiques.

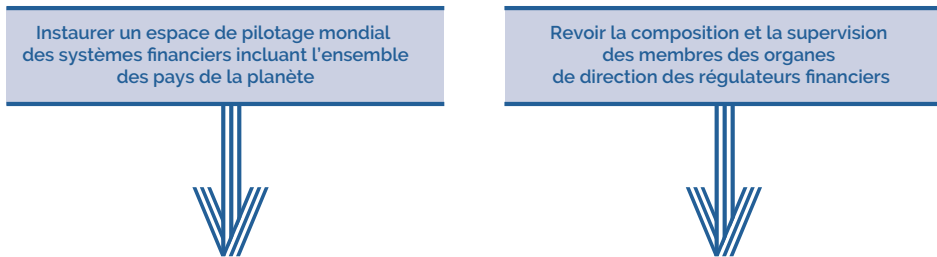
De plus, les réglementations financières internationales sont élaborées et tranchées dans des instances ne regroupant que les pays les plus avancés : le CSF, sous la houlette du G20, et la BRI. Or les règles qui y sont discutées et promues ensuite au niveau des législations nationales et/ou régionales concernent très souvent l'ensemble des pays de la planète.

Si l'on peut comprendre que les décisions soient plus difficiles à prendre avec un plus grand nombre de participants, les mécanismes actuels amoindrissent néanmoins à moyen terme la légitimité des règles adoptées et rendent, de ce fait, plus problématique leur appropriation par des pays n'ayant pas participé à leur élaboration.

³⁸ « Report of the Commission of experts of the president of the United Nations General Assembly on reforms of the international monetary and financial system », Nations unies, septembre 2009, https://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf
Voir également le bref compte rendu en français de la conférence de presse de Joseph Stiglitz lors de la publication de ce rapport, <https://www.un.org/press/fr/2009/Conf090910-AG.doc.htm>

tion. En permettant la participation de pays n'hébergeant pas de places financières importantes mais qui sont concernés par les agissements des acteurs financiers, les instances de pilotage pourraient établir des règles acceptées et partagées par le plus grand nombre, ce qui donnerait plus de garanties pour leur efficacité et leur appropriation à moyen terme. La durabilité et la légitimité de règles communes peuvent justifier un temps plus long de concertation et de décision.

En maintenant ces enjeux dans des enceintes non inclusives, les pays les plus riches prennent par ailleurs le risque de voir les autres pays mettre en place leurs organismes financiers pour établir leurs propres règles fiscales, commerciales, financières, alors que les défis majeurs de notre planète demandent une convergence et une ambition universelles. Cela engendre des disparités entre les différentes zones de la planète, dont les acteurs économiques et financiers pourraient pâtir (ou profiter, comme c'est déjà le cas avec les paradis fiscaux), au détriment des populations elles-mêmes.



GOUVERNER LA FINANCE AU BÉNÉFICE DE L'INTÉRÊT GÉNÉRAL

D. DEUX PISTES POUR UTILISER LES OUTILS MONÉTAIRE ET FISCAL POUR LA RELANCE

La feuille de route ne serait cependant pas complète si l'on n'aborde pas deux difficultés majeures du contexte actuel : le surendettement généralisé et la menace permanente sur la monnaie que fait peser l'ouverture généralisée des frontières aux mouvements de capitaux. Sont évoquées ici des pistes de solutions qui passent par les outils monétaire et fiscal. Il semble important d'en faire mention dans ce rapport, pour montrer que des solutions existent. En effet, l'ensemble des mesures précédentes seront d'autant plus efficaces qu'elles seront précédées d'initiatives de relance.

Même si la possibilité d'utiliser pleinement l'outil monétaire nécessiterait des refontes institutionnelles importantes, notamment dans la zone euro, il est tout à fait possible d'imaginer des dispositifs dans le cadre des textes en vigueur (cela a été le cas ces dernières années pour les politiques d'aisance quantitative). De telles mesures doivent pouvoir faire l'objet d'un débat ouvert et serein. Cela est d'autant plus nécessaire dans le contexte de blocage, voire d'impasse, dans lequel se trouvent les autorités monétaires européennes.

Mesure D1

AUTORISER LES BANQUES CENTRALES À FINANCER LA RELANCE BUDGÉTAIRE

Autoriser les banques centrales et notamment la BCE à financer les États. Cette mesure peut revêtir de multiples formes. Les banques centrales pourraient prêter aux États. Elles pourraient aussi se porter acquéreur d'une partie des dettes de leurs États, comme l'a fait la Banque du Japon. Elles pourraient prêter à des organismes de financement public ou encore distribuer de l'argent aux ménages pauvres ou surendettés.

PÉRIMÈTRE

Zone euro de l'Union européenne.

MESURE PRÉCONISÉE NOTAMMENT PAR :

- ▶ lord Adair Turner³⁹ ;
- ▶ Alain Grandjean et Mireille Martini⁴⁰ ;
- ▶ Positive Money⁴¹.

Mesure D2

TAXER LES MOUVEMENTS DE CAPITAUX ENTRANTS ET SORTANTS

Il s'agit d'étudier la possibilité de taxer les mouvements de capitaux pour réduire les effets néfastes des mouvements de capitaux incontrôlés sur les économies : d'une part, la perte de recettes fiscales liée à l'évasion fiscale ; d'autre part, l'instabilité liée à la spéculation notamment sur les monnaies ; enfin, la menace que peut faire peser sur une économie le risque de délocalisation de certains capitaux. En plus de la taxe sur les transactions financières (TTF) précédemment évoquée, un effort supplémentaire est indispensable pour rendre aux États davantage de souveraineté sur les mouvements de capitaux. Cette question est déjà débattue dans de nombreuses instances internationales comme la BRI, l'OCDE ou encore le FMI⁴². Le calibrage précis des mesures reste très difficile dans un contexte de frontières largement ouvertes, en particulier à l'intérieur de l'UE et de l'UE vers l'extérieur, et où toute mesure peut avoir des effets néfastes immédiats. Il s'agit surtout ici de rappeler le principe général du retour à davantage de souveraineté fiscale et de s'associer en principe à toutes les actions des organisations de société civile menées dans ce sens.

39 *Reprendre le contrôle de la dette*, op. cit. L'ouvrage souligne bien les dangers potentiels de ces mesures, mais argumente qu'ils peuvent être maîtrisés.

40 *Financer la transition énergétique*, Éditions de l'Atelier, 2016.

41 Frank van Lerven « Recovery in the Eurozone - Using Money Creation to Stimulate the Real Economy », Positive Money, 2015, <http://positive-money.org/publications/recovery-in-the-eurozone-using-money-creation-to-stimulate-the-real-economy/>

42 Voir par exemple Jonathan D. Ostry, Prakash Loungani et Davide Furceri, « Le néolibéralisme est-il surfait ? », *Finances et Développement*, juin 2016, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/tre/2016/06/pdf/ostry.pdf>

PÉRIMÈTRE

Chaque gouvernement. Une impulsion internationale ou au moins régionale permettrait une mise en place plus aisée de la mesure.

MESURE PRÉCONISÉE NOTAMMENT PAR :

- ▶ Joseph Stiglitz, Youssef Boutros-Ghali et les membres de la Commission d'experts sur les réformes du système monétaire et financier international, établie par le président de l'Assemblée générale des Nations unies en 2009 à la suite de la crise de 2007-2008⁴³ ;
- ▶ Rawi Abdelal, professeur à la Harvard Business School⁴⁴.

Séquençage proposé du quatrième paquet de mesures



⁴³ Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System, *op. cit.*

⁴⁴ *Capital Rules : The Construction of Global Finance*, Cambridge, Harvard University Press, 2007.

POSTFACE

RÉGULATION FINANCIÈRE : L'ESQUISSE D'UN CHEMIN RÉALISTE

Pour une version longue de cette postface, rendez-vous sur lafinanceauxcitoyens.org

Pour beaucoup, le monde serait devenu trop compliqué, les changements qui l'affectent trop rapides, l'incertitude trop grande, pour que des décisions sensées puissent encore y être prises. Toute vision politique volontariste serait à bannir, l'horizon de sens de notre humanité étant aujourd'hui réduit à une gestion de crise permanente.

La complexité n'est pas une fatalité

Or la complexité, l'accélération et l'incertitude qui frappent nos relations humaines sont essentiellement des constructions sociales. Ce que nous avons échafaudé, qui alimente aujourd'hui une confusion bénéfique à un tout petit nombre aux dépens de sociétés entières, nous *pouvons* le déconstruire pour le reconstruire autrement.

La complexité de nos économies n'a pas grand-chose à voir avec celle, par exemple, des systèmes météorologiques. Ces derniers sont chaotiques, que nous le voulions ou non. Nos économies, en revanche, sont devenues illisibles en grande partie sous l'influence des marchés financiers, mais il ne tient qu'à nous de réformer les sources institutionnelles du "bruit" qui les rend indéchiffrables.

Par où commencer ? La séparation bancaire

Comme le déclarait récemment le Président de la République, Emmanuel Macron: « *Nous avons ensemble redéfini la gouvernance mondiale de la régulation financière, essentiellement après la crise vécue il y a dix ans. Pour autant, nous n'avons pas réglé le cœur des problèmes qui nous avaient conduits à cette crise. La plupart des excès du capitalisme qui avaient conduit à la crise de 2008-2010 sont encore là et nous nous sommes endormis sur cette régulation. [...] Nous avons donc à reprendre le combat pour la régulation financière* »¹. C'est ce à quoi s'attelle ce rapport en énumérant une liste ordonnée de réformes réalistes.

¹ Discours lors de la Conférence sur la finance durable, Bruxelles, 22 mars 2018. <http://www.elysee.fr/declarations/article/transcription-discours-du-president-de-la-republique-a-la-conference-sur-la-finance-durable-bruxelles/>, consulté le 5 juin 2018.

Le rapport propose de démarrer par la séparation des activités bancaires de marché de celles qui ont trait aux dépôts et aux crédits². Mesure décisive car elle sécurise l'épargne des citoyens et permet de limiter considérablement le pouvoir de capture du régulateur dont bénéficient les grands groupes mixtes systémiques « *too big to fail* »³. Sans elle, aucune autre réforme d'envergure ne pourra vraisemblablement voir le jour⁴.

Qui a le droit de créer de la monnaie ?

La Banque centrale européenne n'est pas la seule à disposer du pouvoir de frapper monnaie ; toutes les banques privées créent de la monnaie *ex nihilo* dès qu'elles accordent un crédit. Et comme l'exprimait déjà avec force l'encyclique *Quadragesimo Anno* du pape Pie XI en 1931, ce pouvoir est analogue à celui du cœur qui propulse et pompe le sang sans lequel l'organisme humain ne peut vivre.

Le rapport propose de dépasser les préconisations du rapport Liikanen de 2012⁵ en interdisant l'accès au refinancement de la banque centrale aux institutions financières qui continueraient de pratiquer des activités de marché. Cela reviendrait à leur interdire le statut bancaire. Retirer ce statut aux établissements qui pratiquent des activités de marché, c'est leur ôter le pouvoir d'injecter de la monnaie dans les marchés financiers en vue d'opérations dont l'utilité sociale reste à démontrer.

Ce rapport s'attelle à reprendre le combat de la régulation financière.

Les activités de marché seraient accomplies par le *shadow banking*, le « secteur bancaire de l'ombre ». Mais la réforme n'aura de sens qu'à la condition évidente d'être accompagnée d'une réglementation stricte du secteur financier non-bancaire (proposition A.4).

Cela ne disqualifie pas pour autant les activités spéculatives comme telles : libre aux épargnants de placer leur épargne dans des jeux boursiers. Mais ils n'auront plus le droit de s'adonner à ce type de jeu en faisant gonfler dangereusement la masse monétaire en circulation.

Si séparer les banques peut se faire demain matin, à l'échelon national, ôter le statut bancaire aux activités de marché est une affaire de plus long terme, qui engage les institutions européennes puisque c'est désormais à leur niveau que se décide l'attribution de la licence bancaire.

Les ratios prudentiels

La proposition A.2 du rapport consiste à exiger du ratio entre fonds propres et total de bilan bancaire qu'il soit au moins égal à 20%. Ce ratio tourne aujourd'hui autour de 3% pour la plupart des banques, qui sont par conséquent dangereusement sous-capitalisées. La proposition n'est pas nouvelle⁶ et elle doit s'accompagner de

2 Gaël Giraud, « Le projet de loi de séparation bancaire français est-il suffisant ? », 2013, *Revue Banque* n° 758.

3 Car la plupart des Etats européens seraient incapables d'honorer la garantie publique des comptes de dépôt en cas de faillite d'une banque systémique.

4 En particulier, rien de substantiel ne pourra être fait pour encadrer les actifs financiers dérivés, Gaël Giraud et Cécile Renouard, *Vingt Propositions pour réformer le capitalisme*, Flammarion, 2009 (3ème édition, 2012), Proposition 9.

5 Gaël Giraud et Laurence Scialom « Pour une réforme bancaire plus ambitieuse : Vous avez dit Liikanen ? Chiche ! », 28 février 2013, Terra Nova.

6 Gaël Giraud et Cécile Renouard, *op. cit.*, Proposition 10.

l'imposition d'un ratio de levier équivalent pour le secteur bancaire de l'ombre (Proposition A.3).

Pour ralentir le rythme de gonflement des bulles financières, le rapport préconise la mise en œuvre de la taxe sur les transactions financières (A.5). On s'étonnera peut-être : est-ce bien le rôle du Secours Catholique que de reprendre à son compte une recommandation comme la taxe Tobin ? Cette mesure est aussi recommandée par le Conseil pontifical Justice et Paix⁷ et l'exhortation *Oeconomicae et pecuniarum quaestiones*⁸.

Renchérir le carbone

Réviser les ratios prudentiels fournit également un levier pour relever le défi le plus important auquel l'humanité tout entière doit désormais faire face : celui des dérèglements climatiques et des effondrements de biodiversité. A ce sujet, le rapport suggère à juste titre (B3) l'emploi de pondérations dans les exigences en capital associées à un crédit en fonction de la « couleur » de ce dernier : s'il est « vert », l'exigence en fonds propres sera minorée pour rendre le crédit moins « gourmand » pour la banque. Inversement, s'il est « brun », le coût en capital sera majoré. Le *bonus* vert doit s'accompagner d'un *malus* brun car l'enjeu de la réduction des émissions de gaz à effet de serre est de *réduire* drastiquement nos émissions actuelles.

**Relever les défis transversaux
des dérèglements climatiques
et des effondrements
de biodiversité.**

L'imposition d'un *bonus/malus* vert s'inscrit dans un ensemble de propositions actuellement discutées dont fait également partie la mise en place d'une tarification carbone à l'échelon international (B.4)⁹, qui doit être bien plus ambitieuse que les niveaux actuellement discutés et complétée par la norme et le droit.

Diriger le crédit

D'autres pistes de modulation des exigences en capital peuvent être introduites. Le rapport propose ainsi de moduler les réserves obligatoires (B.1) auxquelles les banques sont soumises. En zone euro, une telle mesure serait d'autant plus efficace si on mettait fin au mythe de l'indépendance de la Banque Centrale. L'indépendance de la politique monétaire vis-à-vis des politiques budgétaires n'aurait de sens que si la monnaie était neutre, ce qui est contredit par les faits. C'est pourquoi il est parfaitement légitime d'exiger que la Banque Centrale finance elle-même, en concertation avec les gouvernements responsables, des politiques budgétaires (D.1).

La conjugaison des propositions B.1, B.2 et B.3 invite à avancer dans la direction d'un « crédit dirigé » au sens où l'on entendait cette expression, en France, jusqu'à la fin des années soixante. A ceci, on entend souvent répliquer qu'une direction du

⁷ « Pour une réforme du système financier et monétaire international dans la perspective d'une autorité publique à compétence universelle » (24 octobre 2011) http://www.vatican.va/roman_curia/pontifical_councils/justpeace/documents/rc_pc_justpeace_doc_20111024_nota_fr.html. Voir aussi Secrétariat pour la Justice Sociale et l'Écologie de la Curie Générale de Jésus à Rome, « La justice dans une économie mondiale. Construire des sociétés durables et inclusives », Promotio Iustitiae, n° 121, 2016/1, http://www.sjweb.info/documents/sjs/pi/docs_pdf/PJ_121_FRA.pdf et Gaël Giraud, « La Finance est-elle éthique ? », in *Conférences de Carême à Notre-Dame de Paris*, Ed. Parole et Silence, 2012, « La Iglesia frente a las derivas del capitalismo » *Revista de Fomento Social*, 339, 2014, n.275 (69).

⁸ Publiée conjointement le 6 janvier 2018 par la Congrégation pour la doctrine de la foi et la dicastère pour le service du développement intégral, http://www.vatican.va/roman_curia/congregations/cfaith/documents/rc_con_cfaith_doc_20180106_oconomicae-et-pecuniarum_fr.html

⁹ Gaël Giraud « Taxe carbone, un impératif pour éviter le désastre » *Revue Banque*, 27 septembre 2017.

crédit violerait les sacro-saintes « lois de la concurrence ». Or il n'y a pas, d'un côté, les enjeux sociaux, de l'autre, ceux de l'industrie, et, enfin, ceux de l'écologie : le climat et la biodiversité sont des défis transversaux qui affectent *tous* les aspects de nos existences et de nos sociétés. De plus, refuser de diriger le crédit bancaire dans le sens de l'intérêt général au nom du respect d'une illusoire « concurrence parfaite » revient en quelque sorte à refuser d'intervenir pour sauver un patient en proie à un infarctus au motif que, d'après la théorie du *perpetuum mobile*, un coeur idéal ne s'arrête jamais de battre.

Enfin, la dernière proposition (D.2) du rapport, consiste à taxer les mouvements de capitaux. On entre, ici, sur un terrain tabou du débat public, piégé par les anathèmes lancés à intervalles réguliers contre le protectionnisme¹⁰. Las, même David Ricardo reconnaissait qu'en présence de mobilité du capital, les vertus des avantages comparatifs s'effondrent : l'ouverture des frontières bénéficiera tout simplement au pays qui jouit d'avantages industriels absolus, vers qui afflueront les capitaux (jusqu'à ce qu'un meilleur investissement se présente ailleurs). Les pays d'Asie du Sud-Est l'ont bien compris, après la terrible crise financière de 1997-1998, eux qui accumulent depuis lors des réserves de changes qui pénalisent l'ensemble de la planète. Leur attitude n'est que prudence : ils savent par expérience que la mobilité du capital peut être mortelle pour un pays entier.

Rawi Abdelal a écrit l'histoire de l'utopie d'un droit international qui serait entièrement subordonné à la mobilité du capital¹¹. Cette utopie fera long feu car l'expérience montre que la mobilité du capital n'est une garantie ni contre les guerres, ni contre les régressions sociales et politiques les plus graves. Sans passer par-dessus bord l'idéal des Lumières d'un droit international capable de régir intelligemment les relations entre Etats-Nations¹², l'esprit de Philadelphie¹³ a formulé le meilleur de l'héritage de l'*Aufklärung*, ce rejeton lointain de l'expérience biblique de la Sagesse¹⁴.

A nous de nous montrer dignes d'un tel héritage. Ce rapport esquisse la voie à suivre.

Gaël Giraud, jésuite, directeur de recherches au CNRS, Economiste en chef de l'Agence Française de Développement, directeur de la Chaire Energie et Prospérité, Professeur à l'Ecole Nationale des Ponts Paris Tech', membre du conseil scientifique du Labex REFI (Régulation Financière).

¹⁰ Gaël Giraud, « L'épouvantail du protectionnisme », *Projet* 1/2011 (n° 320), p. 80-89; « Plaidoyer pour un protectionnisme européen », *Projet* 2/2011 (n° 321), pp. 79-87. Voir aussi Gaël Giraud et Cécile Renouard, *op. cit.*, Proposition 18.

¹¹ Rawi Abdelal, *Capital Rules, The Construction of Global Finance*. Harvard University Press, 2009.

¹² Gaël Giraud, « Régulation mondiale, un rôle pour le FMI », *Projet* 1/2009 (n° 308), p. 74-80.

¹³ Alain Supiot, *L'Esprit de Philadelphie. La justice sociale face au marché total*, Seuil, 2010.

¹⁴ L'enjeu le plus décisif est de mettre fin à la tentative de privatisation du monde dans laquelle le post-libéralisme contemporain tente d'enfermer nos sociétés, Gaël Giraud, « Le capitalisme financiarisé et la transition écologique. De la société de propriétaires' vers une société des communs' ? » *Gregorianum*, Pontificia Universitas Gregoriana, 2013 - 94/4.

ANNEXES

LISTE DES PAYS DÉVELOPPÉS, ÉMERGENTS, EN DÉVELOPPEMENT ET MOINS AVANCÉS

Aujourd'hui, il n'existe pas de critères partagés qui délimiteraient pour toutes les parties prenantes les périmètres permettant de distinguer pays développés, pays émergents, pays en développement et pays les moins avancés, à l'exception du basique niveau de revenu (PIB par habitant), dont beaucoup s'accordent à dire qu'il ne suffit pas. Les critères de classification changent selon l'acteur et l'angle d'analyse. La principale difficulté est l'identification des pays émergents.

C'est pourquoi, en s'appuyant sur plusieurs listes établies, est proposée ici une grille de classification en lien avec le sujet de ce rapport, à savoir la place de la finance dans l'économie mondiale et les liens avec les enjeux d'intérêt général. Les critères retenus sont donc principalement économiques : niveau de revenu par habitant (PIB par habitant) tel que calculé par la Banque mondiale¹, niveau d'indice de développement humain (IDH) développé par le Programme des Nations unies pour le développement (Pnud)², niveau de maturité des marchés établi par l'indice FTSE³, croissance économique (évolution du PIB de 2010 à 2016).

Ont été exclus de ce classement les pays faiblement peuplés (dont la population est inférieure à 300 000 habitants) dont l'importance pour l'économie mondiale est très faible.

NOTRE PROPOSITION

Premier groupe : les pays développés

Les membres de l'OCDE et de l'UE en font systématiquement partie. Mais on trouve dans cette catégorie également Singapour et Hong Kong, qui sont développés au regard de l'indice FTSE, et présentent une forte croissance et, comme les autres, des niveaux élevés de revenu et d'IDH. Certains pays pour lesquels le PIB par habitant est classé « Revenu intermédiaire de la tranche supérieure » par la Banque

¹ « Nouvelle classification des pays en fonction de leur revenu : actualisation 2017-2018 », Banque mondiale, <https://blogs.worldbank.org/open-data/fr/nouvelle-classification-des-pays-en-fonction-de-leur-revenu-actualisation-2017-2018>

² *Rapport sur le développement humain 2016*, Pnud, 2017, <http://www.undp.org/content/undp/fr/home/librarypage/hdr/2016-human-development-report.html>

³ Le FTSE (Financial Times Stock Exchange) est une société spécialisée dans le calcul et la publication d'indices financiers, détenue conjointement par la Bourse de Londres et le *Financial Times*. Il propose une classification des pays en quatre catégories, selon des critères utiles aux entreprises : *developed* (D), *advanced emerging* (AE), *secondary emerging* (SE) et *frontier* (F). Voir http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Country_Classification_Paper.pdf

mondiale (PIB par habitant compris entre 3 956 \$ et 12 235 \$) ou qui ne sont pas considérés comme développés (D) par l'indice FTSE se retrouvent tout de même dans ce groupe du fait de leur appartenance à l'Union européenne ou à l'OCDE.

Deuxième groupe : les pays émergents

On trouve dans ce groupe des pays ayant des niveaux de richesses élevés (revenu intermédiaire de la tranche supérieure) et des pays à moindre niveau de revenu (intermédiaire de la tranche inférieure, entre 1 000 \$ et 3 956 \$) mais retenus par l'indice (AE, SE ou F) concernant la taille et le développement des marchés financiers (FTSE), et ayant enregistré une croissance économique élevée ces dernières années.

On trouve également Brunei, Bahreïn, Koweït et Oman, le Qatar et l'Arabie saoudite, dont les économies sont fortement dépendantes des hydrocarbures, qui se caractérisent aussi par un IDH élevé, et Belize, les Bahamas, l'île Maurice, Panama et les Maldives, dont l'activité est fortement dépendante des finances internationales (paradis fiscaux). Leur niveau de revenu par habitant est élevé, même si la croissance n'est pas toujours au rendez-vous.

Troisième groupe : les pays en développement

Il s'agit de pays dont le niveau de revenu par habitant est identifié par la Banque mondiale comme moyen bas ou bas (inférieur à 3 955 \$ mais supérieur à 1 000 \$), et qui, pour la plupart, ne répondent pas aux autres critères de richesse (notamment faible part dans le PIB mondial, pas de reconnaissance selon l'indice FTSE).

Sous-groupe des pays en développement : les pays les moins avancés

Au sein des pays en développement, on retrouve le groupe des pays les moins avancés (PMA). L'ONU met régulièrement la liste des PMA à jour⁴ et utilise trois critères principaux pour les définir :

- ▶ le *revenu par habitant* (estimation moyenne du PIB par habitant pendant trois années ; s'il est inférieur à 992 \$ US, le pays est retenu pour la qualification de PMA) ;
- ▶ l'*indice de capital humain*, fondé sur des critères de nutrition, santé, scolarisation et alphabétisation ;
- ▶ la *vulnérabilité économique* basée sur un indice composite incluant des indicateurs sur les chocs naturels, les chocs commerciaux, l'exposition physique aux chocs, l'exposition économique aux chocs, la petite taille économique et l'éloignement économique.

⁴ Voir le site du Département des affaires économiques et sociales des Nations unies, <https://www.un.org/development/desa/dpad/least-developed-country-category.html>



LISTE DES PAYS DEVELOPPES

PMS	FTSE	Niveau de revenu	IDH	Croissance du PIB 2010 - 2016	Part du PIB mondial	PIB par hab. USD (moy. 2010-2016)	PIB / hab. 2016	Monnaie conver- tible (C./NC)	Population (milliers)
ISLANDE		Élevé	0,921	23%		44 250	48 614	NC	330
MALTE	F	Élevé	0,856	33%		23 251	26 577	C	428
CHYPRE	F	Élevé	0,856	-6%		28 527	28 325	NC	1 161
LITUANIE	F	Élevé	0,848	23%		14 160	45 873	NC	2 932
BULGARIE	F	Intermédiaire supérieur	0,794	12%		7 276	7 929	NC	7 177
ROUMANIE	F	Intermédiaire supérieur	0,802	18%		8 985	10 081	NC	19 877
CROATIE	F	Élevé	0,827	0%	0,07%	13 759	14 372	NC	4 236
LUXEMBOURG	D	Élevé	0,898	22%		106 299	111 001	C	567
ESTONIE	F	Élevé	0,865	21%		16 658	17 853	NC	1 315
LETTONIE	F	Élevé	0,83	21%		13 252	14 745	NC	1 993
SLOVÉNIE	F	Élevé	0,89	5%		23 402	24 357	NC	2 075
NOUVELLE ZÉLANDE	D	Élevé	0,915	18%	0,24%	35 292	36 842	C	4 615
IRLANDE	D	Élevé	0,923	24%		53 747	66 787	C	4 700
NORVÈGE	D	Élevé	0,949	10%		88 643	89 818	C	5 200
SLOVAQUIE	F	Élevé	0,845	17%		17 763	19 238	NC	5 439
FINLANDE	D	Élevé	0,895	1%		45 932	45 709	C	5 482
DANEMARK	D	Élevé	0,925	7%		59 090	60 268	C	5 689
ISRAËL	D	Élevé	0,899	-2%	0,42%	32 356	33 783	NC	8 065
SUISSE	D	Élevé	0,939	9%	0,87%	75 164	75 726	C	8 320
AUTRICHE	D	Élevé	0,893	7%		47 592	47 704	C	8 679
SUÈDE	D	Élevé	0,913	14%		53 632	56 319	C	9 764
HONGRIE	AE	Élevé	0,836	12%		13 760	14 840	NC	9 784
PORTUGAL	D	Élevé	0,843	-3%		21 875	22 347	C	10 418
REP. TCHÈQUE	AE	Élevé	0,878	11%		20 416	21 707	NC	10 604
GRÈCE	AE	Élevé	0,866	-18%		23 470	22 736	C	11 218
BELGIQUE	D	Élevé	0,896	6%		44 618	45 308	C	11 288
PAYS-BAS	D	Élevé	0,924	6%		50 760	52 111	C	16 938
CHILI	SE	Élevé	0,847	23%		14 238	15 020	NC	17 763

PMS	FTSE	Niveau de revenu	IDH	Croissance du PIB 2010 - 2016	Part du PIB mondial	PIB par hab. USD (moy, 2010-2016)	PIB / hab. 2016	Monnaie conver- tible (C/NC)	Population (milliers)
AUSTRALIE	D	Élevé	0,939	18%	1,59%	53 771	56 671	C	23 800
CANADA	D	Élevé	0,92	13%	2,03%	49 199	50 232	C	35 950
POLONIE	AE	Élevé	0,855	19%		13 811	15 049	NC	38 265
ESPAGNE	D	Élevé	0,884			30 126	31 450	C	46 398
CORÉE DU SUD	D	Élevé	0,901			23 753	25 459	NC	50 594
ITALIE	D	Élevé	0,887	5%		34 633	34 284	C	59 504
FRANCE	D	Élevé	0,897	6%		41 380	42 043	C	64 457
ROYAUME-UNI	D	Élevé	0,909			40 006	41 603	C	65 397
TURQUIE	AE	Intermédiaire supérieur	0,767	45%	1,10%	12 050	14 071	NC	78 271
ALLEMAGNE	D	Élevé	0,926	10%		44 315	45 552	C	81 708
MEXIQUE	AE	Intermédiaire supérieur	0,762	18%	1,40%	9 397	9 707	NC	125 891
JAPON	D	Élevé	0,903	17%	6,54%	45 961	47 608	C	127 975
ÉTATS-UNIS	D	Élevé	0,92	13%	24,58%	50 190	52 195	C	319 929
SINGAPOUR	D	Élevé	0,925	25%	0,39%	50 223	52 601	C	5 535
HONG KONG	D	Élevé	0,917	18%	0,42%	34 863	36 726	C	7 246

PAYS ÉMERGENTS

PMS	FTSE	Niveau de revenu	IDH	Croissance du PIB 2010 - 2016	Part du PIB mondial	PIB par hab. USD (moy. 2010-2016)	PIB / hab. 2016	Monnaie conver- tible (C/NC)	Population (milliers)
TAIWAN	AE	Élevé	0,868	-	-	-	-	NC	23 486
BRUNÉI DARUSSALAM		Élevé	0,865	-3%	0,30%	34 184	31 431	C	418
QATAR	SE	Élevé	0,856	36%	0,20%	69 124	66 445	NC	2 482
ARABIE SAOUDITE		Élevé	0,847	31%	0,86%	20 855	21 395	C	31 557
ÉMIRATS ARABES UNIS	SE	Élevé	0,84	17%	0,46%	37 876	40 864	C	9 154
ARGENTINE	F	Intermédiaire supérieur	0,827	5%	0,72%	10 468	10 149	NC	43 418
BAHREÏN	F	Élevé	0,824	8%	0,04%	21 464	22 436	C	1 372
MONTÉNÈGRE		Intermédiaire supérieur	0,807	1%	0,01%	6 997	7 455	NC	628
RUSSIE	SE	Intermédiaire supérieur	0,804	7%	1,70%	11 235	11 099	NC	143 888
KOÛEÏT	SE	Élevé	0,8	-4%	0,00%	37 926	35 490	C	3 936
BIÉLORUSSIE		Intermédiaire supérieur	0,796	3%	0,06%	6 392	6 219	NC	9 486
OMAN	F	Élevé	0,796	0%	0,09%	17 921	17 071	NC	4 200
URUGUAY		Élevé	0,795	20%	0,40%	13 223	14 010	NC	3 432
KAZAKHSTAN	F	Intermédiaire supérieur	0,794	38%	0,18%	10 114	10 570	NC	17 750
BAHAMAS		Élevé	0,792	2%	0,40%	21 443	20 568	NC	387
MALASIE	AE	Intermédiaire supérieur	0,789	35%	0,39%	10 044	11 028	NC	30 723
PANAMA		Intermédiaire supérieur	0,788	53%	0,07%	9 669	10 982	NC	3 969
ÎLE MAURICE	F	Intermédiaire supérieur	0,781	24%	0,02%	8 884	9 813	NC	1 259
COSTA RICA		Intermédiaire supérieur	0,776	27%	0,08%	8 922	9 714	NC	4 808
SERBIE	F	Intermédiaire supérieur	0,776	5%	0,05%	5 603	5 852	NC	8 851
CUBA		Intermédiaire supérieur	0,775	35%	0,00%	6 041	6 445	NC	11 461
IRAN		Intermédiaire supérieur	0,774	53%		6 008	5 758	NC	79 360
GÉORIE		Intermédiaire supérieur	0,769	30%	0,02%	3 599	4 080	NC	3 952
VENEZUELA		Intermédiaire supérieur	0,767		0,00%	14 096	14 462	NC	31 155
SRI LANKA	F	Intermédiaire inférieur	0,766	42%	0,11%	3 345	3 759	NC	20 714
ALBANE		Intermédiaire supérieur	0,764	14%	0,02%	4 370	4 712	NC	2 923
LIBAN		Intermédiaire supérieur	0,763	10%	0,06%	7 734	6 984	NC	5 851
AZÉRBÉIDJAN		Intermédiaire supérieur	0,759	8%	0,05%	5 944	5 859	NC	9 617

PMS	FTSE	Niveau de revenu	IDH	Croissance du PIB 2010 - 2016	Part du PIB mondial	PIB par hab. USD (moy. 2010-2016)	PIB / hab. 2016	Monnaie conver- tible (C/NC)	Population (milliers)
BRESIL	AE	Intermédiaire supérieur	0,754	2%	2,38%	11 483	10 826	NC	205 962
BOSNIE-HERZEGOVINE									
MACEDOINE	F	Intermédiaire supérieur	0,748	9%	0,02%	4 906	5 306	NC	3 536
ALGERIE									
		Intermédiaire supérieur	0,745	16%	0,01%	4 830	5 223	NC	2 079
ALGERIE		Intermédiaire supérieur	0,745	22%	0,21%	4 630	4 846	NC	39 872
JORDANIE	F	Intermédiaire supérieur	0,741	27%	0,05%	3 435	3 258	NC	9 159
THAILANDE	AE	Intermédiaire supérieur	0,74	19%	0,54%	5 485	5 901	NC	68 658
PEROU	SE	Intermédiaire supérieur	0,74	31%	0,25%	5 633	6 089	NC	31 377
ÉQUATEUR									
		Intermédiaire supérieur	0,739	23%	0,13%	5 153	5 210	NC	16 144
CHINE	SE	Intermédiaire supérieur	0,738	56%	14,82%	5 727	6 894	NC	1 397 029
FIDI									
		Intermédiaire supérieur	0,736	26%	0,01%	4 000	4 402	NC	892
JAMAÏQUE									
		Intermédiaire supérieur	0,73	6%	0,02%	4 726	4 796	NC	2 872
COLOMBIE	SE	Intermédiaire supérieur	0,727	28%	0,37%	6 992	7 526	NC	48 229
SURINAM									
		Intermédiaire supérieur	0,725	-2%	0,00%	8 585	7 662	NC	553
TUNISIE	F	Lower middle	0,725	10%	0,06%	4 182	4 265	NC	11 274
REP. DOMINICAINE									
		Intermédiaire supérieur	0,722	36%	0,09%	6 016	6 909	NC	10 528
LIBYE									
		Intermédiaire supérieur	0,716		0,00%	8 350	-	NC	6 235
BELIZE									
		Intermédiaire supérieur	0,706	13%	0,00%	4 378	4 320	NC	359
MALDIVES									
		Intermédiaire supérieur	0,701	32%	0,00%	6 945	7 367	NC	418
BOTSWANA	F	Intermédiaire supérieur	0,698	30%	0,02%	7 059	7 383	NC	2 209
GABON									
		Intermédiaire supérieur	0,697	32%	-	9 302	9 569	NC	1 930
PARAGUAY									
		Intermédiaire supérieur	0,693	32%	0,04%	3 582	3 928	NC	6 639
TURKMÉNISTAN									
		Intermédiaire supérieur	0,691	60%	0,05%	5 843	6 987	NC	5 565
ÉGYPTE	SE	Intermédiaire inférieur	0,691	19%	0,45%	2 625	2 724	NC	93 778
INDONÉSIE	SE	Intermédiaire inférieur	0,689	37%	1,23%	3 549	3 974	NC	258 162
PALESTINE	F	Intermédiaire inférieur	0,684		-	1 705	-	NC	4 663
VIETNAM	F	Intermédiaire inférieur	0,683	42%	0,27%	1 538	1 770	NC	93 572
PHILIPPINES	SE	Intermédiaire inférieur	0,682	43%	0,40%	2 408	2 753	NC	101 716
AFRIQUE DU SUD	AE	Intermédiaire supérieur	0,666	12%	0,39%	7 537	7 504	C	55 291
IRAK									
		Intermédiaire supérieur	0,649	44%	0,23%	5 129	5 696	NC	36 116

PMS	FTSE	Niveau de revenu	IDH	Croissance du PIB 2010 - 2016	Part du PIB mondial	PIB par hab. USD (moy. 2010-2016)	PIB / hab. 2016	Monnaie conver- tible (C./NC)	Population (milliers)
MAROC	F	Intermédiaire inférieur	0,647	23%	0,13%	3 050	3 196	NC	34 803
MAROC		Intermédiaire supérieur	0,64	32%	0,01%	5 677	6 021	NC	2 426
GHANE		Intermédiaire supérieur	0,638	29%	0,00%	3 426	3 759	NC	769
INDE	SE	Intermédiaire inférieur	0,624	49%	3,00%	1 579	1 861	NC	1 309 054
GUINÉE EQUATORIALE		Intermédiaire supérieur	0,592	-10%	0,01%	45 866	12 029	NC	1 175
GHANA	F	Intermédiaire inférieur	0,579	50%	0,06%	1 574	1 708	NC	27 583
BANGLADESH	F	Intermédiaire inférieur	0,579	46%	0,29%	885	1 030	NC	161 201
KENYA	F	Intermédiaire inférieur	0,555	22%	0,09%	1 051	1 143	C	47 236
PAKISTAN	SE	Intermédiaire inférieur	0,55	29%	0,38%	1 095	1 182	NC	189 381
ANGOLA		Intermédiaire supérieur	0,533	26%	0,12%	3 635	3 607	NC	27 859
NIGERIA	F	Intermédiaire inférieur	0,527	24%	0,54%	2 454	2 458	NC	181 182
CÔTE D'IVOIRE	F	Intermédiaire inférieur	0,474	49%	0,05%	1 331	1 563	NC	23 108

PAYS EN DÉVELOPPEMENT DONT PAYS LES MOINS AVANÇÉS

PMS	FTSE	Niveau de revenu	IDH	Croissance du PIB 2010 - 2016	Part du PIB mondial	PIB par hab. USD (moy. 2010-2016)	PIB / hab. 2016	Monnaie conver- tible (C./NC)	Population (milliers)
UKRAINE		Intermédiaire inférieur	0,743	-9%	0,12%	3 039	2 906	NC	44 658
ARMÉNIE		Intermédiaire inférieur	0,743	24%	0,01%	3 655	3 925	NC	2 917
MONGOLE		Intermédiaire inférieur	0,735	64%	0,01%	3 496	3 895	NC	2 977
KOSOVO		Intermédiaire inférieur	0,734	18%	0,01%	3 572	3 890	NC	
OUZBÉKISTAN		Intermédiaire inférieur	0,701	59%	0,09%	1 654	1 961	NC	30 976
MOLDAVE		Intermédiaire inférieur	0,699	26%	0,01%	1 862	2 063	NC	4 066
SALVADOR		Intermédiaire inférieur	0,68	9%	0,04%	3 633	3 803	NC	6 312
BOLIVIE		Intermédiaire inférieur	0,674	36%	0,04%	2 222	2 458	NC	10 725
KIRGHIZISTAN		Intermédiaire inférieur	0,664	32%	0,01%	965	1 038	NC	5 865
CAP-VERT		Intermédiaire inférieur	0,648	12%	0,00%	3 385	3 453	NC	533
NICHARAGUA		Intermédiaire inférieur	0,645	37%	0,02%	1 744	1 946	NC	6 082
GUATEMALA		Intermédiaire inférieur	0,64	24%	0,09%	2 962	3 100	NC	16 252

PMS	FTSE	Niveau de revenu	IDH	Croissance du PIB 2010 - 2016	Part du PIB mondial	PIB par hab. USD (moy. 2010-2016)	PIB / hab. 2016	Monnaie conver- tible (C/NC)	Population (milliers)
HONDURAS		Intermédiaire inférieur	0,625	23%	0,03%	2 035	2 138	NC	8 961
BHOUTAN		Intermédiaire inférieur	0,607	26%	0,00%	2 450	2 751	NC	787
CONGO		Intermédiaire inférieur	0,592	19%	0,05%	2 818	2 798	NC	4 996
LAOS		Intermédiaire inférieur	0,586	56%	0,02%	1 387	1 643	NC	6 664
ZAMBIE		Intermédiaire inférieur	0,579	33%	0,03%	1 509	1 622	NC	16 101
CAMBODGE		Intermédiaire inférieur	0,563	51%	0,03%	927	1 078	NC	15 518
BRUNANÉ		Intermédiaire inférieur	0,556	52%	0,09%	1 191	1 420	NC	52 404
SWAZILAND		Intermédiaire inférieur	0,541	18%	0,00%	3 896	3 911	NC	1 319
CAMEROUN		Intermédiaire inférieur	0,518	35%	0,03%	1 263	1 357	NC	22 835
PAPOUA-N. GUINÉE		Intermédiaire inférieur	0,516		-	1 548	1 716	NC	7 920
ILES SALOMON		Intermédiaire inférieur	0,515	16%	0,00%	1 422	1 479	NC	587
MAURITANIE		Intermédiaire inférieur	0,513	28%	0,01%	1 272	1 296	NC	4 182
LESOTHO		Intermédiaire inférieur	0,497	-8%	0,00%	1 298	1 387	NC	2 175
SENEGAL		Intermédiaire inférieur	0,494	30%	0,02%	1 024	1 093	NC	14 977
Soudan		Intermédiaire inférieur	0,49	46%	0,13%	1 763	1 923	NC	38 648
DJIBOUTI		Intermédiaire inférieur	0,473	19%	-	1 438	1 580	NC	927

PAYS EN DÉVELOPPEMENT LES MOINS AVANCÉS

Pays	FTSE	Niveau de revenu	IDH	Croissance du PIB 2010 - 2016	Part du PIB mondial	PIB par hab. USD (moy. 2010-2016)	PIB / hab. 2016	Monnaie conver- tible (C/NC)	Population (milliers)
TIMOR-LESTE		Intermédiaire inférieur	0,605		0,00%	929	987	NC	1 241
TADJIKISTAN		Intermédiaire inférieur	0,627	50%	-	853	968	NC	8 549
SYRIE		Intermédiaire inférieur	0,536		0,00%		-	NC	18 735
YEMEN		Intermédiaire inférieur	0,482	-39%	0,04%	1 031	680	NC	26 916
COMORES		Faible	0,497	15%	0,00%	773	768	NC	777
GUINÉE-BISSAU		Faible	0,424	23%	0,00%	557	572	NC	1 771
GAMBIE		Faible	0,452	14%	0,00%	538	532	NC	1 978
LIBÉRIA		Faible	0,427	26%	0,00%	359	353	NC	4 500

Pays	FTSE	Niveau de revenu	IDH	Croissance du PIB 2010 - 2016	Part du PIB mondial	PIB par hab. USD (moy. 2010-2016)	PIB / hab. 2016	Monnaie conver- tible (C/NC)	Population (milliers)
RÉPUBLIQUE CENTRAFRICAINE									
ERYTHÉE		Faible	0,352	-25%	0,00%	375	326	NC	4 546
SIERRA LEONE		Faible	0,42	28%	0,00%	498	455	NC	4 847
TOGO		Faible	0,487	34%	0,01%	521	558	NC	7 417
BURUNDI		Faible	0,404	13%	0,00%	233	218	NC	10 199
BENIN		Faible	0,485	31%	0,01%	799	837	NC	10 576
HAITI		Faible	0,493	19%	0,01%	708	729	NC	10 711
RWANDA		Faible	0,498	52%	0,01%	650	739	NC	11 630
Soudan Sud		Faible	0,418		0,00%	1 021	745	NC	11 882
GUINÉE		Faible	0,414	17%		445	446	NC	12 092
SOMALIE		Faible	0,26		0,01%		-	NC	13 908
TCHAD		Faible	0,396	17%	0,01%	913	860	NC	14 009
ZIMBABWE		Faible	0,516	46%	0,02%	875	909	NC	15 777
MALI		Faible	0,442	25%	0,02%	708	743	NC	17 468
MALAWI		Faible	0,476	25%	0,01%	473	482	NC	17 574
BURKINA FASO		Faible	0,402	34%	0,02%	613	644	NC	18 111
NIGER		Faible	0,353	40%	0,01%	370	388	NC	19 897
MADAGASCAR		Faible	0,512	19%	0,01%	410	416	NC	24 234
MOZAMBIQUE		Faible	0,418	46%	0,01%	472	515	NC	28 011
NEPAL		Faible	0,558	24%	0,03%	645	682	NC	28 666
AFGHANISTAN		Faible	0,479	30%	0,03%	597	596	NC	33 736
OUGANDA		Faible	0,493	36%	0,03%	635	662	NC	40 145
TANZANIE		Faible	0,531	49%	0,06%	781	867	NC	53 880
REP. DEMO. DU CONGO		Faible	0,435	49%	0,01%	358	387	NC	76 197
ETHIOPIE		Faible	0,448	75%	0,10%	425	511	NC	99 873
CORÉE DU NORD		Faible					980-1800	NC	25 244

GLOSSAIRE

Les définitions proposées ci-après sont notamment inspirées des sites suivants, dans lesquels de nombreuses informations complémentaires sont disponibles :

- ▶ www.lafinancepourtous.com
- ▶ le site de la Banque centrale européenne, <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/index.fr.html>, voir également le glossaire en anglais, <https://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html>
- ▶ le glossaire de la Banque des règlements internationaux, <https://www.bis.org/statistics/glossary.htm>
- ▶ le lexique établi par *Alternatives Economiques* en 2012, <https://www.alternatives-economiques.fr/mots-de-crise/00066512>

Action (terme financier) : certaines entreprises (sociétés anonymes, sociétés de capitaux par actions) ont constitué leur capital en actions, détenues par des actionnaires. Pour ceux-ci, l'action est donc un titre de propriété, qui leur confère des droits : participation à la gestion de l'entreprise *via* un droit de vote lors des assemblées générales et accès à une part des bénéfices, les dividendes, lorsque l'entreprise va bien. Une action a une durée de vie illimitée, elle peut être échangée de gré à gré ou à la Bourse, où elle est cotée. Du côté de l'entreprise, l'action est une source de financement.

Aléa moral : cette notion, introduite par Adam Smith au XVII^e siècle, définit la possibilité qu'une personne ou une entreprise augmente sa prise de risque dès lors que ce dernier est assuré par d'autres acteurs.

Assouplissement quantitatif (*quantitative easing*, *QE*) : quand les outils classiques de politique monétaire se révèlent insuffisants pour contrer une récession, une banque centrale peut avoir recours à cet outil monétaire dit « non conventionnel » qu'est le *quantitative easing*. Concrètement, la banque centrale achète aux banques des actifs financiers (obligations d'État et d'entreprises) et injecte ainsi des liquidités dans les circuits financiers. Les banques peuvent alors octroyer de nouveaux prêts, ce qui accroît la masse de monnaie en circulation.

Banque des règlements internationaux : créée en 1930 pour gérer la mise en œuvre des réparations de guerre entre la France et l'Allemagne, la BRI ou BIS (*Bank for International Settlements*), installée à Bâle, en Suisse, est « la banque centrale » de 60 banques centrales (qui représentent 95 % du PIB mondial) et a pour mission de favoriser la coopération monétaire et financière. Le Comité de Bâle est l'une de ses instances les plus connues. Elle héberge aussi le Conseil de stabilité financière (CSF) ou Financial Stability Board (FSB), émanation du G20.

Banque d'affaires (ou banque d'investissement) : c'est avant tout une société de conseil stratégique et financier au service des entreprises et des investisseurs sur des opérations comme une introduction en bourse, une augmentation de capital ou une fusion-acquisition. Elle peut prendre des participations dans des entreprises pour les aider à se développer et réaliser des plus-values en revendant ses parts. Elle peut également gérer un portefeuille de participations pour le compte de tiers. Comme elle ne prête pas, ses besoins en capitaux propres sont donc inférieurs à ceux des banques de détail.

Banque de détail (dite aussi banque de réseau ou banque commerciale) : c'est un établissement financier tourné vers les particuliers, les professions libérales, les associations, les petites et moyennes entreprises ou les collectivités locales, à qui elle propose des crédits et des produits de placement.

Activité de « banque privée » (*private banking*) : gestion de fortune ou de patrimoine de riches particuliers.

Bilan d'une banque : comme pour toute entreprise, le **passif** renseigne sur l'origine des ressources de la banque (les fonds collectés), tandis que l'**actif** informe sur l'utilisation de ces fonds.

Club de Paris : créé en 1956, c'est un groupe informel qui compte aujourd'hui 22 pays créanciers et a pour objectif de trouver des solutions coordonnées et durables aux difficultés de paiement de pays endettés. L'allègement de dette est proposé par un rééchelonnement de la dette ou par la réduction des obligations du service de dettes.

Comité de Bâle : créé au sein de la BRI en 1974, il a pour principal objectif d'**assurer la stabilité du système financier à l'échelle mondiale**, en renforçant la régulation des banques. Il a donné lieu à trois accords de Bâle, qui visent à garantir un niveau minimal de fonds propres aux banques afin d'assurer leur solidité financière et leur pérennité. L'accord de Bâle III, signé en 2010, devra être appliqué par les banques en 2019.

Conseil de stabilité financière (CSF) / Financial Stability Board (FSB) : c'est une émanation du G20, créée en 2009 et hébergée par la BRI. Il favorise la coopération dans le domaine de la supervision et de la surveillance des institutions financières.

Consensus de Washington : il désigne un accord tacite du **Fonds monétaire international** et de la **Banque mondiale**, soutenu par le Trésor américain, pour n'accorder des aides financières aux pays en développement en difficulté que si ceux-ci adoptent des « bonnes pratiques » économiques néolibérales (inspirées d'un article publié par John Williamson en 1989). Ces recommandations visent :

- ▶ une discipline budgétaire stricte ;
- ▶ la réorientation de la dépense publique vers des secteurs de forts retours économiques sur investissements et favorisant la diminution des inégalités de revenus, la privatisation des entreprises publiques ;
- ▶ l'assouplissement de la fiscalité (élargissement de l'assiette fiscale, baisse des taux marginaux) ;
- ▶ la stabilité monétaire ;

- ▶ l'adoption d'un taux de change unique et compétitif, la libéralisation du commerce extérieur et la déréglementation des marchés (fin des barrières à l'entrée ou à la sortie) ;
- ▶ l'élimination des barrières à l'investissement direct étranger ;
- ▶ la prise en compte des droits de propriété (incluant la propriété intellectuelle).

Ces mesures ont été vivement critiquées pour les conséquences dramatiques (destruction des économies locales, accroissement de la pauvreté et des inégalités) qu'elles ont pu avoir dans certains pays. Ce n'est qu'avec la crise de 2007-2008 que le FMI et la Banque mondiale ont modifié leurs exigences.

Déflation : baisse générale des prix constatée sur plusieurs trimestres. Elle apparaît quand la demande globale ne suffit pas à absorber la quantité de biens et de services produits par l'économie et s'accompagne d'une baisse de la production et des salaires, une augmentation du chômage. On parle parfois de spirale déflationniste. La déflation pénalise particulièrement les agents économiques endettés (particuliers, entreprises, États et collectivités locales...) qui voient la valeur réelle de leur dette augmenter par rapport à leur activité.

Fonds d'investissement ou fonds de placement (*private equity*) : ils investissent dans des entreprises sélectionnées selon des critères qu'ils ont choisis – secteur d'activité, type de projet d'entreprise –, mais aussi en fonction du niveau de développement de l'entreprise. Ainsi le capital-risque s'adresse aux entreprises en création, le capital-développement aux entreprises en croissance ou ayant d'importants projets de développement, les LBO (*Leveraged buy out*) aux entreprises en phase de transmission et les fonds de retournement interviennent lors du rachat d'entreprises en difficulté. Il existe aussi des fonds spéculatifs plus connus sous le nom de *hedge funds*, qui interviennent sur des placements à risque dans des environnements peu réglementés. Les fonds d'investissement sont détenus sous forme d'actions par des épargnants.

Marché OTC (*over the counter*), **de gré à gré ou hors cote** : c'est un marché sur lequel les transactions sont conclues directement entre vendeur et acheteur en dehors des marchés réglementés. Le marché OTC le plus important est celui des devises.

Obligation : ce sont des titres de créances, émis par les entreprises et les États pour emprunter des fonds sur les marchés. En souscrivant à une obligation, on prête donc à l'organisme émetteur, en contrepartie de quoi on reçoit un intérêt souvent annuel (le coupon) avant d'être remboursé au terme de l'emprunt.

Produit dérivé : un produit dérivé est un **contrat entre deux parties. C'est un instrument financier dont la valeur dépend (dérive) de celle d'un autre produit financier (le « sous-jacent ») et dont le règlement s'effectue à une date future.** Le sous-jacent peut être un taux de change, une matière première, une action, une obligation ou un indice mais il n'est pas échangé au moment de la transaction. Avec le produit dérivé, il s'agit de se prémunir d'un risque de variation de ce sous-jacent. Le produit dérivé n'est pas comptabilisé au bilan de la banque, mais en « hors bilan » ; en revanche, les profits ou les pertes résultant de la variation du contrat et les flux financiers générés par le contrat lors de sa concrétisation sont comptabilisés au bilan de la banque.

Ratio de solvabilité bancaire : la Banque des règlements internationaux (BRI) a établi à l'occasion de trois accords successifs dits « de Bâle » des **ratios de solvabilité** que toutes les banques doivent respecter :

- ▶ en 1988, l'accord de Bâle I propose le ratio Cooke, qui fixe à 8 % les capitaux propres d'une banque au regard du risque de crédit (actifs et hors bilan) ;
- ▶ avec Bâle II, les institutions de régulation se proposent d'affiner cet indicateur de solvabilité bancaire, avec le ratio Mc Donough, qui prend en compte les risques de crédit, de marché et les risques opérationnels. Ce nouveau ratio est maintenu à 8 % ;
- ▶ enfin, avec Bâle III (2010), qui sera définitivement mis en œuvre en 2019, le ratio de solvabilité bancaire est redéfini et réévalué à 10,5 %.

Réserves obligatoires : ce sont des dépôts peu ou pas rémunérés ou que chaque banque d'un pays ou d'une zone monétaire doit effectuer sur son compte à la banque centrale dont elle dépend. Depuis 2012, leur montant dans la zone euro est de 1 % des dépôts. Instruments de politique monétaire, leur variation est utilisée par les banques centrales pour limiter ou favoriser l'expansion du crédit.

Shadow banking (finance de l'ombre, finance fantôme ou finance ou système bancaire parallèle) : il désigne l'ensemble des activités et des acteurs (banques d'affaires, *hedge funds*, organismes de placement collectifs (OPC) monétaires, fonds de pension, mutuels, d'assurance-vie, fonds d'investissement, véhicules de titrisation, établissements de crédit à la consommation, plateformes de monnaies virtuelles, par exemple) contribuant au financement non bancaire de l'économie (opérations hors bilan des banques). Il est source de risques importants car il n'est pas soumis aux mesures de régulation bancaire. Selon le CSF, il représentait au niveau mondial environ **92 000 milliards de dollars** en 2015, **soit l'équivalent de la moitié du système bancaire traditionnel**.

Sous-jacent : voir « produit dérivé ».

Stagnation séculaire : Alvin Hansen, économiste américain, l'a évoquée pour la première fois en 1938, alors que l'économie du pays vivait une période de rechute malgré le New Deal. Le terme a été repris par Larry Summers en 2013 pour désigner la période post-crise de 2007-2008. Il correspond à une baisse durable de la croissance potentielle (offre inadaptée ou insuffisante) ou à une divergence durable de la croissance à son potentiel (demande insuffisante). La période actuelle serait ainsi de stagnation séculaire car les investissements liés aux nouvelles technologies n'entraînent ni une hausse de la production, ni une augmentation de la demande. D'où une baisse des investissements et un chômage élevé.

Titrisation : technique financière permettant à des établissements financiers de transformer les créances qu'ils détiennent sur des particuliers ou des entreprises en titres négociables. Les créances sont transférées par la banque à un véhicule de titrisation qui émet des titres financiers qui sont alors placés auprès d'investisseurs. Le risque de non-remboursement de ces créances est ainsi transféré aux acheteurs des titres, qui perçoivent en contrepartie un taux d'intérêt lié au niveau de risque. En 2007, la crise dite « des *subprimes* » (créances qui ont été titrisées) était due à l'incapacité des créanciers de rembourser leur dette.



Un rapport du **Secours Catholique – Caritas France**,
en partenariat avec



Et **Michel Crinetz, Alain Grandjean, Kako Nobukpo, Cécile Renouard, Laurence Scialom**

WWW.LAFINANCEAUXCITOYENS.ORG

secours-catholique.org

 [caritasfrance](https://twitter.com/caritasfrance)
 [Secours Catholique-Caritas France](https://www.facebook.com/Secours-Catholique-Caritas-France)



**ENSEMBLE,
CONSTRUIRE
UN MONDE JUSTE
ET FRATERNEL**